

2010년 10월 9일

삼성중공업 (A010140)

BUY

조선업의 뉴 패러다임은 우리가 선도한다!

v. 조선산업 KSF의 변화

깊은 바닷속에 잠들어있는 자원들에 주목하게 되면서 이러한 자원을 캘 수 있는 고부가가치 선박에 대한 수요가 늘어나고 있다. 이러한 변화는 해운업계에 의해 좌우되었던 조선업계의 판도를 바꾸고 있다.

v. 상선은 중국이, 고부가 가치는 우리가!

현재 중국은 조선 시장 점유율 세계 1위를 달리고 있는데 이는 대부분 상선으로 인한 것이다. 동사는 상선이 아닌 고부가가치 선박 및 플랜트를 집중적으로 수주함으로써 수익과 매출을 높이고 있다. 고부가가치 선박과 해양 플랜트에 대한 진입장벽은 매우 높아 중국의 추격을 어렵게 만들고 있다.

v. LNG, 이제는 바다 속에서

대체 에너지로서 LNG에 대한 관심이 급증함에 따라 증가하는 LNG 수요를 충족시키기 위해 심해로 LNG를 찾으러 나섰다. LNG를 운송하는 친환경적인 LNG선과 LNG 생산 및 액화, 저장하는 시장점유율 100%의 LNG-FPSO는 최첨단 기술이 결집된 신개념 선박으로, 해양 시대의 총성 없는 전쟁에서 절대강자로 우뚝 설 것이다.

v. 심해 속 석유, 삼성중공업은 변신 중

심해 속 석유 자원에 대한 수요는 전 세계적으로 크게 증가하고 있다. 이에 발맞춰 동사는 심해 유전의 시추, 저장, 운송을 위한 설비 생산에 집중하고 있다. 트렌드의 변화에 발 맞추고 있는 삼성중공업, 이제 1위는 우리 것이다.



적정주가:	38,302원
현재주가:	31,600원 (10/8 기준)
상승여력:	21%

시가총액	72,957억원
ROE	25.94%
ROA	2.90%
영업이익률	6.06%
배당수익률	2.07%
P/E Ratio	10.9
P/B Ratio	2.57

주요주주:	
삼성전자(주)	17.62%
삼성중공업 자사주	6.40%
삼성생명보험(주)	3.41%

SMIC 리서치 2팀

- 팀장 최홍민
- 팀원 권우석
- 김서윤
- 심미경
- 임경미

1. 조선 산업 트렌드의 전환

1.1. 조선 산업의 Old Key Success Factor

Old Key Success
Factor = 수주의 양,
해운업황의 변화

조선업은 자본집약적인 대규모 장치산업으로 우리나라가 세계 1위이다. 전세계 조선업체 1위부터 5위까지를 우리나라의 조선소가 차지하고 있어 조선업의 업황에 따라 경기도 큰 영향을 받게 되어 조선업의 매출을 결정짓는 요소에 많은 사람들이 관심을 가지게 되었다. 이러한 요소 중 가장 중요하게 생각되는 것들은 선박 가격 및 신규 수주량과 같이 조선과 관련된 지표들과 해운산업의 업황을 나타내는 지표들이다. 해운산업의 경우 조선산업의 전방산업으로 분류된다. 해운산업이 호황이어야 그만큼 운반선들을 많이 만들 것이기 때문이다. 때문에 해운업의 호황 정도를 나타낼 수 있는 BDI지수(발틱건화물운임지수)라든지 선진국이나 중국의 경기상태 및 향후 전망이 조선업계의 현재와 미래를 결정짓는 요소로 간주 되었다. 이는 지금까지도 대부분의 애널리스트나 관련 전문가들이 조선업을 분석함에 있어서 중요하게 생각하는 Key Success Factor로 여겨져 왔다.

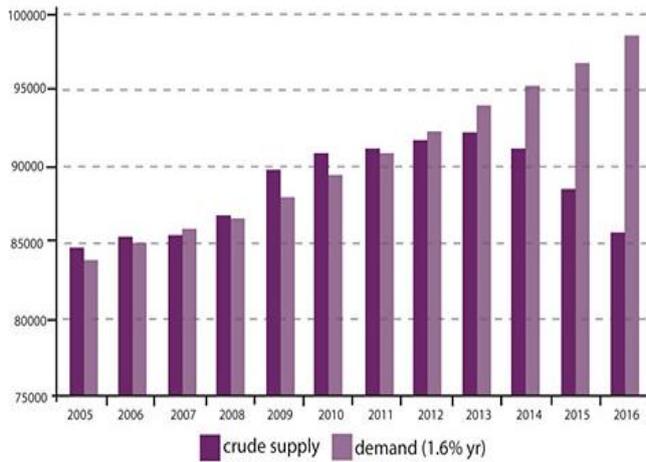
1.2. 조선산업의 변화하는 트렌드

자원개발 트렌드는 육지에서 심해로 조금씩 변해가고 있다.

그러나 조선산업의 Key Success Factor는 현재 조용히 변화하고 있다. 이러한 변화는 놀랍게도 자원개발 트렌드의 변화에서 시작되었다. 자원개발의 추세가 서서히 땅에서 바다, 특히 심해로 옮겨가고 있다. 석유 수요는 계속해서 증가 할 것으로 전망되지만 육지에서 생산되는 석유만으로는 그 성장세를 따라갈 수 없을 것으로 예상된다. 손쉽게 확보할 수 있는 유전이 점점 고갈되어 가는 상황과 석유생산국 OPEC에 대한 의존도를 줄이기 위한 전략적인 목적이 맞물리며 세계의 석유업체들과 주요 선진국들이 심해를 주목하고 이를 경쟁적으로 개발하고 있다.

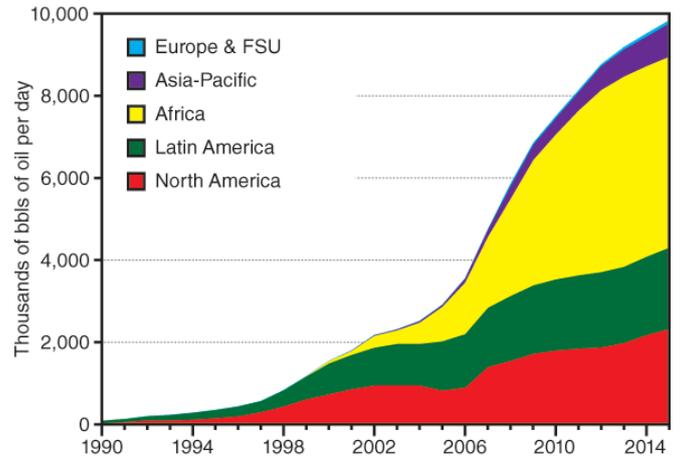
미국 컨설팅업체 PFC에너지에 의하면 심해유전에서 생산되는 원유는 지난 2005년~2008년 사이에 67% 증가하였다고 한다. 전세계 원유공급이 수요를 따라가지 못하는 상황 속에서 대안으로 심해유전 개발에 박차를 가하고 있는 것이다. 동시에 천연가스도 심해 쪽의 개발 속도가 가속화되고 있다. 특히 북극 지방에는 전세계에서 발굴되지 않은 천연가스 중 3분의 1이 매장되어 있다고 한다. 이에 따라 러시아를 필두로 하여 덴마크, 미국, 캐나다 등의 인접국가에 중국까지 개입되어 심해 천연가스에 대한 개발경쟁이 더욱더 가속화되고 있다.

그림 1. 세계 Crude-oil 수요 및 공급 현황 및 전망



출처: EIA

그림 2. 세계 심해 유전 개발 현황 및 전망 (천배럴/일)



출처: Offshore magazine

더 이상 조선업을 기존의 시각과 기준으로 평가하면 안된다.

석유공급 업체인 웨스턴게코의 로빈 워크 전문가는 "시추선의 파이프가 해저유전을 찾아서 뚫는 일은 마치 성냥갑에서 내려진 한 가닥 머리카락이 2층 건물 아래층에 놓인 동전 한 개를 맞추는 것처럼 어렵다"고 설명했다. 해양플랜트 사업에서는 첨단 기술력이 응집된 선박을 갖추는 것이 필수적이다. 천연가스도 마찬가지이다. 북극 쪽에 매장되어 있는 풍부한 천연가스를 채취하기 위해서는 얼음을 깨는 쇠빙선 및 LNG선, LNG FPSO선이 필수적이라고 할 수 있다.

이러한 기술들은 전 세계의 조선 업체 중 몇 개 기업만 갖추고 있는 상황이고 이들은 점유율을 꾸준히 늘려가고 있다. 이 기술들은 단기간에 획득할 수 있는 것이 아닌 만큼 현재 후발주자로 따라오고 있는 중국도 10년 후에나 이러한 첨단 선박 건조 기술을 갖추게 될 것이라고 전망되고 있다. 첨단 선박들은 또한 고부가가치를 창출해낸다. LNG FPSO의 경우 한 척당 수주 가격은 1조~2조 가량으로 기존 일반 선박의 4배에 달하는 엄청난 규모이다.

1.3. 조선산업의 New Key Success Factor

New Key Success Factor = 고부가가치 선 기술력, 점유율

이러한 트렌드 속에서 한국 조선산업의 새로운 Key Success factor는 고부가가치를 창출해내는 배를 얼마나 잘 생산해 내느냐, 즉, 이러한 배에 대한 기술력과 점유율을 얼마나 갖고 있는 지라고 할 수 있다. 해양 자원 개발에 있어서 점점 더 깊은 바다에 있는 자원을 캐는 것이 트렌드가 되고 있다. 낮은 바다에 있는 자원은 캐기 쉽고 비용도 저렴하여 자원 확보를 위한 경쟁이 치열하여 빠르게 고갈되고 있기 때문이다.

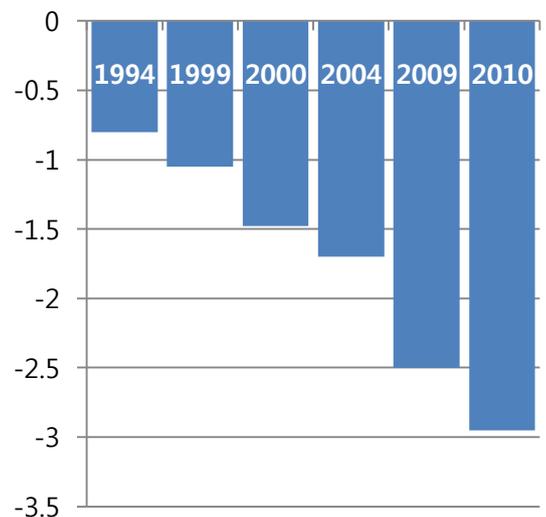
이에 따라 에너지 업체들은 점점 더 깊은 바다의 자원을 캐게 되었는데, 이러한 자원을 캐기 위한 배일수록 높은 기술력과 가격을 요구한다. 즉, 해양 플랜트 수주 싸움에 선 기술력과 노하우를 이미 갖고 있는 쪽이 지속적으로 선두를 지킬 수밖에 없고 더 많은 돈을 벌 수밖에 없는 것이다. 초기에 확립해놓은 점유율은 오랜 기간 동안 변하지 않는다. 조선업에서 **2~3년후 매출액은 현재선가 X 신규수주**로 산출된다. 과거에는 조선 기업을 평가할 때, 수주를 얼마나 하느냐와 수주한 배의 선가가 높은가가 중요한 요소였다. 그러나 이제는 얼마나 높은 기술력을 보유하고 그 점유율은 얼마나 되느냐가 선결요소가 되었다고 할 수 있다. 고부가가치선 시장에서는 기술력과 점유율이 높은 기업이 높은 선가와 많은 수주를 받을 수 있기 때문이다.

표 1. 선종별 연평균 건조수요 및 증가율 (단위:백만CGT, %)

	'96 ~2008	2011 ~2014	2015 ~2018	2018	연평균 증가율
탱커	10	4.9	5.5	6.9	-3.6
벌크 캐리어	9.4	4.2	4.9	6.1	-4.2
LNG 선	1.8	2.1	2.5	2.9	4.9
컨테이너선	7.4	5	6.6	8.5	1.4
크루즈선	1	1.3	1.6	2.1	7.7
해양플랜트	1.4	2.9	3.1	3.4	9.3
전선종	35.5	25.2	28	34.1	-0.4

출처: Clarkson Shipbuilding Forecast Club,

그림 3. 세계 심해 유전 평균 깊이 (단위:km)



출처: Offshore magazine

2. 우리가 삼성중공업을 선택한 이유

삼성중공업 BM

동사의 사업 분야는 크게 2009 년 약 13 조의 매출 기준으로 **조선(93.63%)**과 **건설(6.37%)** 두 분야로 나누어 진다. 그 중 대부분을 차지하는 부분이 조선이므로 이하에서는 조선사업에 초점을 맞추어 분석할 것이다. 조선부분은 **해양**과 **상선**으로 나누어 진다. 상선은 원유나 가스, 화물 등의 운송을 담당하는 선박이다. 동사가 제작하는 상선 종류에는 탱커(유조선), 쇠빙유조선, 컨테이너선, LNG 선(액화천연가스선), 비율은 작지만 대형 여객선까지 제작하고 있다. 해양사업 분야의 제품으로는 원유시추탐사선(Drillship), LNG-FPSO(액화천연가스-부유식저장설비), 원유생산저장설비(FPSO/FSO), 부유식 해양구조물(TLP/Semi-Submersible/SPAR), 고정식 해양플랫폼 (Fixed platform), 해양개발선 (FDS)이 있다.

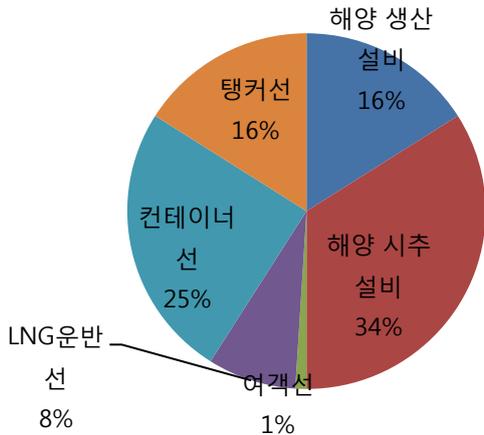
동사의 사업분야 - 컨테이너선의 초대형 화주도

동사는 해양생산 설비와 해양 시추 설비의 고부가 가치 선박을 중심으로 사업을 확장해 가고 있지만, 컨테이너선과 탱커선의 비중도 합이 41%나 된다. 해양 사업분야는 뒤 투자포인트에서 자세히 언급을 하게 되니 수주잔량 기준이 비중이 두 번째로 큰 다른 컨테이너 선 부분에 대해 설명을 덧붙이겠다. 동사의 수주잔량을 보면 부가가치 적은 사업분야에 여전히 얽매어 있는 형태로 오해할 수 있다. 그러나 사실은 동사가 컨테이너선의 초대형화를 주도함으로써 초대형 컨테이너 선으로도 고부가 가치를 창출하고 있다. 과거 5,000TEU 급 주종이 이루던 1999년 세계최초로 6,200TEU 급 컨테이너를 동사가 세계 최초 개발하였으며 이후 7,700TEU 급, 8,100TEU 급, 9,600TEU 급, 13,300TEU 급, 2007년에는 16,000TEU 급을 연이어 개발하였다. (1TEU 는 20피트 컨테이너 1개)

초대형 컨테이너선은 중국이 아직은 멀었음

올해 하반기 들어 8,000 TEU 급 이상 초대형 컨테이너선은 총 58척이 발주됐는데 이중 동사는 대만 선사인 에버그린으로부터 8,000TEU 급 컨테이너선 20척을 수주한 것을 비롯해 국내 조선업계가 42척을 수주했다. 전체 국내 조선사가 70%가 넘는 초대형 컨테이너 선의 비중을 가지고 있다는 점을 볼 때 중국의 컨테이너선 위협은 크게 느껴지지 않는다. 즉, 중국은 상대적으로 부가가치가 적은 소, 중형 컨테이너선에 사업에 진출되어 있으며, 조선의 1위가 중국에 빼앗겼다고 하지만, 여전히 기술적 장벽이 크게 존재한다는 사실을 보여준다.

그림 4. 2010년 5월말 수주잔량



출처 : 동사 IR 자료

표 2. 동사의 컨테이너선 규모별 수주 실적(~2012년)

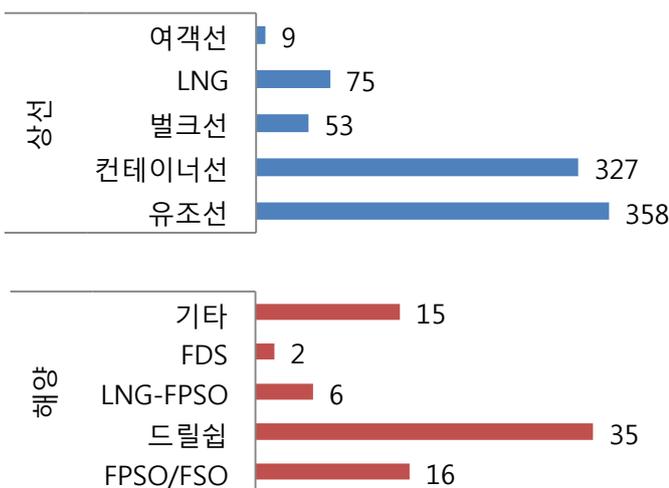
컨테이너선 규모별 종류	실적
~5,000TEU	169
5,000TEU~8,000TEU	45
10,000TEU~14,000TEU	55
8,000TEU~10,000TEU	57

출처 : 동사 홈페이지

해양 선박에 집중된 수주로 트렌드에 맞는 체질변화 중

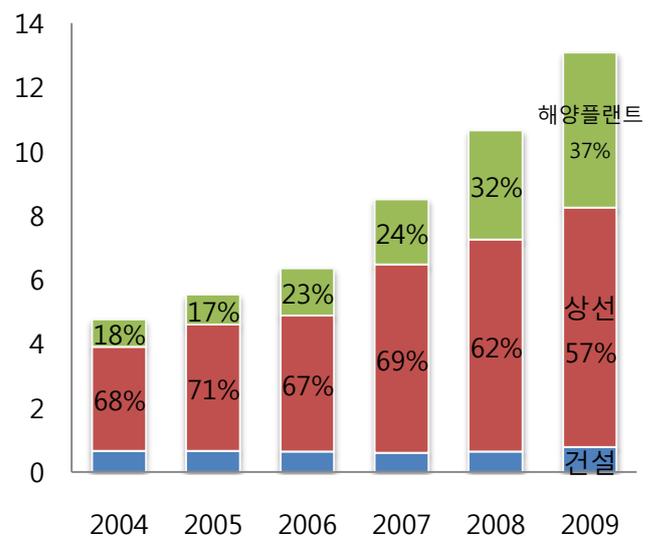
동사는 위에서 언급한 조선업의 New Key Success Factor인 해양 사업 부문에 집중적으로 투자 및 개발하고 있으며 그 노력은 수주량 및 매출 성과로 나타나고 있다. 해양 플랜트의 매출 비중 추이를 보면 **2004년엔 불과 18%**였던 것에 비해 **2009년 37%**까지 성장하였다. 이러한 트렌드는 바로 국제 선종별 수요에서 알 수 있다. 선종별 건조 수요 현황 표에서도 볼 수 있듯이 일반 상선인 탱커, 벌크 캐리어는 1996년부터 2018년까지 건조수요 증가율이 연평균 마이너스지만, LNG선 해양플랜트는 5~9%까지 성장할 것으로 전망된다. 이러한 수요 변화에 맞추어 동사는 수요 증가가 기대되는 분야에 집중적으로 성장시키고 있다.

그림 5. 동사의 수주 실적('10년 6월말 기준)



출처:삼성중공업 홈페이지

그림 6. 동사의 매출 비중 추이 (단위:조원)



출처:IR Presentation, Research Team 2

고부가 가치 선박에서
세계시장 점유율 우위

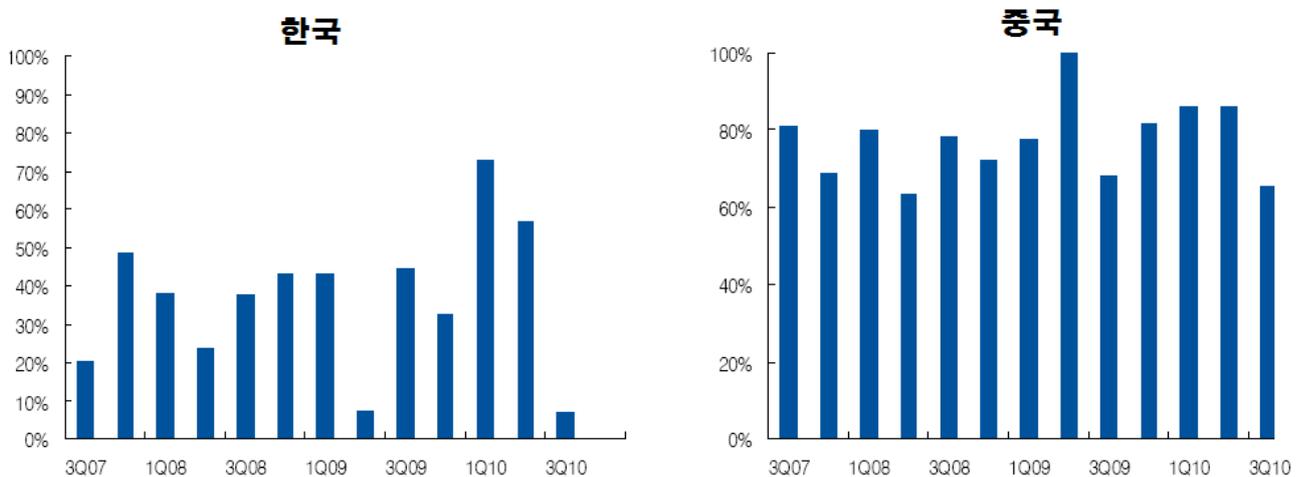
선박 시장 전체적으로 시장점유율이 1위는 아니지만, 수익성이 좋은 선박에서는 대부분 세계시장 점유율 1위를 기록하고 있다. **LNG 선**에서는 2003년 이후 62척을 수주해 **시장점유율 33%**(2009년 기준)로 1위 자리를 유지하고 있으며, 전세계 주요 오일메이저들이 관심을 보이고 있는 해상에서 천연가스의 생산 및 저장이 가능한 **LNG-FPSO**는 이미 5척을 수주('07년3척,'08년1척,'09년1척)하여 시장을 선점하고 있다(**시장점유율 100%**, 2009년 기준). 더불어, 척당 가격이 6억 달러인 **드릴십**에서도 **세계시장 점유율 63%**이다. 올해 9월 기준수주잔량 397억 달러(32개월치) 중 FPSO, 드릴십, LNG선, 여객선 등 해양 선박을 포함한 **고부가가치 특수선 비중**이 올해 9월 **75%**를 넘었다.

중국의 성장으로 해상
운송선에서는 더 이상
경쟁우위를 가지지 못
한다.

올해 7월, 클락슨의 조사에 따르면 수주량, 수주잔량, 건조량 모두에서 한국은 중국에게 7년간 굳게 고수하던 1위 자리를 내주었다. 10년 전 일본에게서 조선 시장 1위를 한국이 가져왔듯이, 중국이 가격 경쟁력을 바탕으로 한국의 조선시장 점유율을 잠식할 것이라는 전망도 최근 많이 나오고 있다. 한국에게 높은 기술력이 필요한 고부가가치 선박의 의미가 커지고 있는 이러한 상황에서 현재 한국 조선업계에서 컨테이너선, 벌크선의 단기적인 수요변동 및 조선산업에서 일반적으로 중요하다고 여겨지는 BDI(발틱화물 운임지수)같은 지수의 미미한 변동은 **한국 조선 기업의 펀더멘탈에 큰 영향을 미치지 못한다고** 할 수 있다.

그 이유는 이러한 배를 만드는 것은 부가가치가 적고 기술장벽이 낮아 중국에게 조금씩 잠식당하고 있는 분야이기 때문이다. 즉, 이러한 선박의 수주가 잠깐은 주가 상승의 모멘텀이 될 지 몰라도 장기적으로 볼 때는 큰 의미가 없다는 것이다. 중국에게 1위 자리를 빼앗겼을 당시 조선업계는 큰 충격에 빠졌었으나, 이는 이미 중국이 한국을 따라잡겠다고 선포할 때부터 예정된 일이었다. 중국의 자본력과 낮은 단가, 자국의 엄청난 해운수요로 인하여 낮은 기술력만으로도 참여 가능한 **벌크선과 같은 운송선박** 시장에서는 한국 조선업체가 중국에 비해 갖는 비교우위가 적은 것이다.

그림 7. 한국과 중국의 총 수주량 중 벌크선의 수주비중

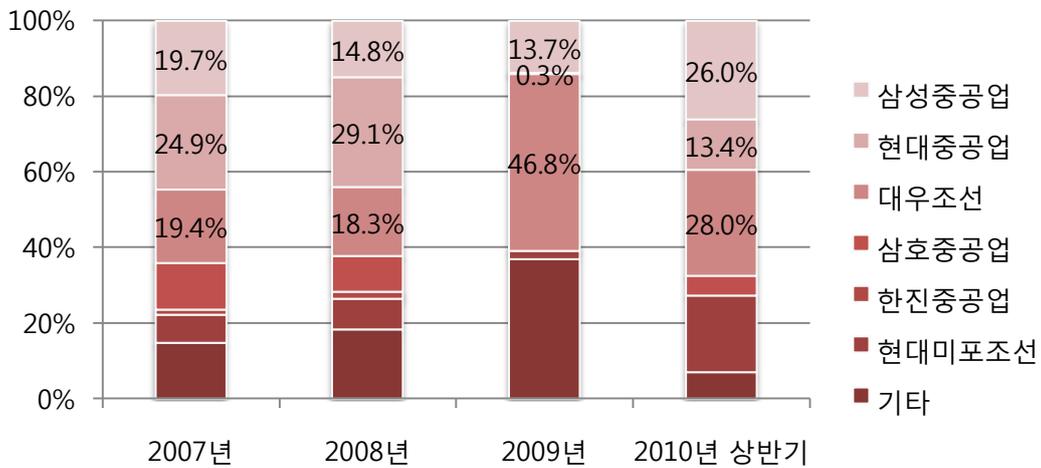


출처: Clarkson, 대우증권 리서치센터

좋은 2010년 상반기 성적

동사는 국내 조선업계 처음으로 10월 7일 올해 **수주목표 '80억'**을 **조기에 달성**하였다고 밝혔다. 비결은 평균선가보다 20% 높은 연료 절감형 컨테이너선 20척을 대거 수주한 것과 유해증기 회수시스템을 장착한 유조선 등 고효율 친환경 선박 시장 공략에서 찾을 수 있다. 2009년에 위축된 조선산업이 올해부터 회복하고 있는 추세에서 동사의 회복 속도는 다른 업체 대비 상대적으로 빠르다고 볼 수 있다. 이러한 결과는 올해 상반기 시장점유율에서도 찾아볼 수 있는데, 20% 미만의 시장 점유율을 기록 했던 지난 3년간과 비교할 때, **올해 상반기 시장점유율은 25.97%**로 전년대비 12.29% 증가하였다. 고부가가치 선박에 집중된 동사의 사업 구조가 올해 상반기 성과를 보였다고 할 수 있다.

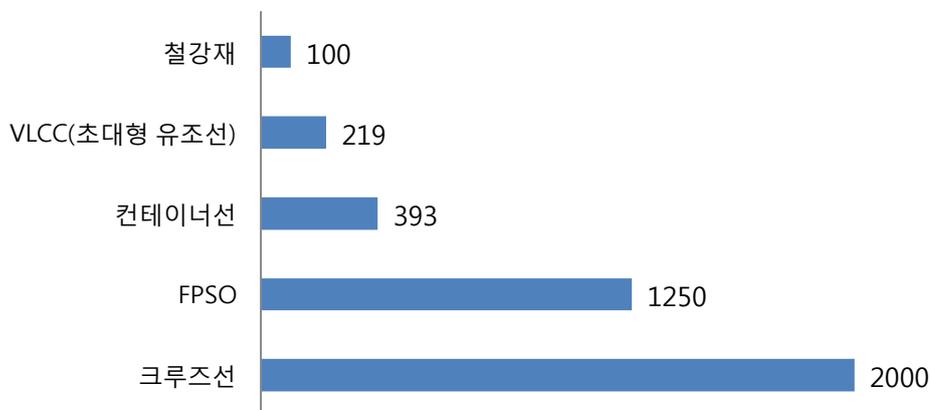
그림 8. 국내 조선사 시장점유율 추이 (수주량-GT 기준)



※ 참고 : 그래프는 범례의 순서대로 나열됨

출처:사업보고서, 분기보고서

그림 9. 선종별 부가가치 지수(철강재 100기준)



출처:한국산업연구원

크루즈선, 풍력 개발은
또 다른 성장 동력

동사는 위에서 언급한 선박 외에도 또 다른 부가가치 개발에 힘을 쓰고 있다. 크루즈선은 최고급 실내 디자인을 갖춰야 해 선박가격이 일반 상선에 비해 비싸 척당 평균 가격이 1조원 이상으로 LNG선(2000억원)의 5배를 넘으며, 한국산업연구원에 따르면 그 부가가치는 컨테이너선의 5배, FPSO의 1.5배이다. 그 수요 또한 2019년까지 연평균 12척, 170만 CGT(표준화물선 환산t수)에 이를 것으로 추산하고 있다. 이러한 성장동력을 캐치한 동사는 국내 조선사들과 함께 잇달아 크루즈선 시장에 뛰어 들고 있는 상황이다. 동사는 지난해 삼성중공업은 지난해 말 미국 선사의 초대형 크루즈선 입찰 단독 계약자로 선정되어 크루즈 시대를 여는 긍정적인 신호탄을 쏘아올리고 있다.

또한, 풍력발전도 현재는 비율이 낮은 편이지만, 기존의 미국제품들보다 발전효율은 10% 이상 높고 내구성은 5년 이상 높여 앞으로의 귀추가 주목되는 사업 분야이다. 이에 동사는 올해 10월 7일 동남아에서 풍력발전기 설치선 수주를 따내었으며, 이러한 해상풍력발전 시장은 올해 3GW 수준에서 2020년에는 43GW까지 급성장할 것으로 예상되어 동사의 또 다른 성장동력으로 볼 수 있다.

3. 투자포인트1-LNG선과 LNG-FPSO, 선박의 꽃

3-1. 심해 LNG 시추와 운송, 변화하는 trend의 선두주자

LNG는 친환경, 고효율, 상당한 매장량을 특징으로 하는 대체 에너지 자원이다.

▽ LNG, 희망의 씨앗 : 친환경·고효율

21세기에 들어서면서 지난 세기의 개발중심주의적 성장에 대한 후유증이 찾아오기 시작했다. 그 중 하나가 환경 관련 문제였고, 이에 따라 환경에 대한 전세계적인 관심이 커지게 되었다. 특히 석유·석탄 같은 화석연료에 대한 문제점이 급부상하였다. 환경 파괴적일 뿐 아니라 고갈연수가 얼마 남지 않은 자원이라는 점에서 사람들은 심각성을 인식하고, 친환경적인 대체자원을 찾기 시작했다. 그 중에서 높은 관심을 받게 된 자원이 LNG이다. LNG란 액화천연가스(Liquefied Natural Gas)로서, 천연가스를 -162°C 의 상태에서 약 600배로 압축하여 액화시킨 상태의 가스이다. 석유나 석탄보다 이산화탄소 배출량이 적고, 열량이 높기 때문에 현재 청정 에너지로 각광받고 있다.(그림4 참조) 뿐만 아니라, 액화할 경우 1/600로 부피가 감소하기 때문에 수송도 매우 용이하다. 다시 말해, 액화된 천연가스를 다시 기화시키면 600배로 늘어나게 되는 것이므로 운송효율도 600배나 커진다고 볼 수 있다. 더욱이 향후 약 100년간 소비를 할 수 있는 막대한 양의 천연가스가 매장되어 있고, 천연가스가 매장된 곳이 계속해서 발견되고 있기 때문에, 고갈연수가 얼마 남지 않은 석유나 석탄을 대체할 만한 자원으로 거론되고 있다.

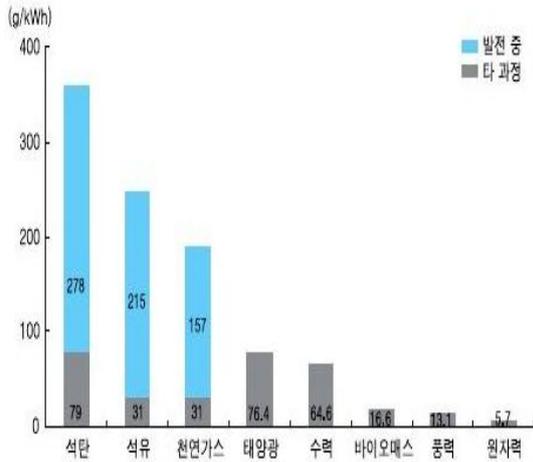
LNG에 대한 공급과 수요는 지속적으로 증가할 것으로 보인다.

▽ LNG에 대한 공급 및 수요의 증가 추세

LNG에 대한 관심의 증가는 이 자원에 대한 공급 및 수요 증가로 이어지고 있다. 공급 측면에서 살펴보자면 2008년 경제불황과 동시에 LNG수요 급감으로 잠시 동안 연기되었던 LNG 프로젝트가 최근 경기회복으로 LNG수요가 다시 늘어남에 따라 재가동되면서 앞으로 LNG 공급량이 더욱 증가할 것으로 전망된다. 한 예로 Chevron사는 지난 2009년 호주 서부 Gorgon LNG 프로젝트를 최종 승인하였고, 2014년부터 천연가스를 생산할 것이라 전망하였다. 또한 세계 최고의 석유가스 업체인 엑슨모빌(ExxonMobil)사는 2009년 말, 합작기업들과 파푸아뉴기니 LNG프로젝트 개발 진행에 합의하여 2010년부터 상당한 규모의 프로젝트가 시작될 것이라고 밝혔다.

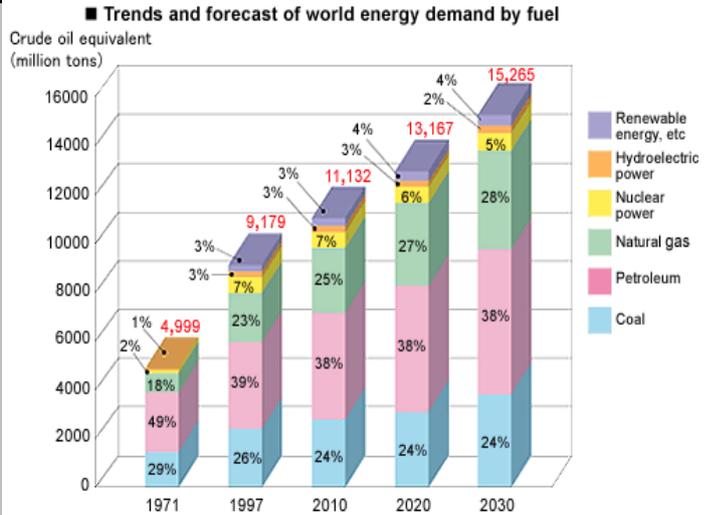
수요 측면에서 보자면 그림5에서 확인할 수 있듯이 석탄과 석유는 2020년과 2030년에 각각 24%와 38%로 정체될 것으로 전망되고, 원자력의 경우에는 오히려 2020년 6%에서 5%로 작아질 것으로 예측되지만, 천연가스는 2020년에 27%로, 2030년에는 28%로 점점 비중이 높아질 것으로 보인다. ExxonMobil사에서 발간한 "The Outlook For Energy"에서는 석유는 앞으로 여전히 가장 높은 에너지 수요를 기록하겠지만, 석탄 수요의 감소로 LNG에 대한 수요는 증가할 것이고, 이는 이산화탄소를 덜 배출하는 친환경적인 자원으로의 전환을 의미한다고 말하고 있다.

그림 10. 에너지 자원 별 이산화탄소 배출량



출처: IAEA

그림 11. 자원 별 세계 에너지 수요량 비교



출처: Agency for Natural Resources and Energy(Japan)

LNG의 심해 시추는 에너지시장에 큰 변화를 줄 것이다.

▼ LNG, 심해 시추로 trend의 변화

LNG의 기화된 형태, 천연가스는 주로 지하 암석 깊은 곳에 매장되어 시추를 통해서 이를 뽑아내고 있다. 세계적으로 천연가스 매장량이 가장 높은 국가는 러시아이며, 이란, 카타르 등이 그 뒤를 잇고 있다. 그러나 육상 시추와 대륙붕에서의 천연가스 생산만으로는 앞으로 경제 성장에 따라 꾸준히 증가될 에너지 수요를 충족하기 힘들다. 뿐만 아니라 육상에 치우친 에너지 공급은 에너지를 무기로 삼는, 국수주의로 인한 문제와 같은 불안정한 요소들이 존재한다. 이러한 이유들로 각국과 에너지 메이저 업체들은 기존의 에너지 공급 시장에서 벗어나 심해로 눈을 돌리고 있다. 심해의 천연가스 매장량은 놀라운 수치라고 한다. 총 심해 천연가스 매장량은 75조 8530억 입방피트인데, 이 수치는 2004년까지 발견된 심해 매장량으로 앞으로 더 많은 가스전이 발견될 가능성이 높기 때문에 매장량은 더욱 증가할 것으로 보인다. 최근의 데이터만 보더라도 전 세계 매장량의 30%에 달하는 천연가스가 북극 심해에 매장되어있다는 발표에 이를 선점하려는 주변국의 경쟁이 치열해지고 있다.

LNG선과 LNG-FPSO, 동사의 뛰어난 기술력을 자랑하는 선박이다.

▼ LNG와 더불어 급부상한 LNG선과 LNG-FPSO선

LNG에 대한 관심이 커지고 이에 따라 친환경 자원이라는 장점이 부각되면서, 대체 자원으로서의 LNG에 대한 전세계적인 수요가 급증할 것으로 예상된다고 앞에서 언급하였다. 그리고 대륙에서 벗어나 심해에 매장된 천연가스를 시추하는 trend로 변화한다고 하였다. 문제는 심해에서 천연가스를 시추하고, 이를 액화시킨 LNG를 운송하는 데에 매우 높은 기술을 필요로 한다는 것이다. 이러한 기술력은 지속적인 연구와 오랜 노하우를 통해 획득할 수 있는 것이다. 이러한 추세에 발맞춰 현재 집중 조명을 받고 있는 것이 동사의 뛰어난 기술력을 바탕으로 만들어진 LNG선과 LNG-FPSO이다.

3-2. LNG선, 선박의 선두주자로 우뚝서다.

LNG선은 고도의 기술력이 응집된 집합체이다.

▽ 동사의 LNG선, 친환경적 선박의 모범사례

LNG선은 Wet Cargo를 운반하는 탱커류의 한 종류로, 영하 163도로 액화된 천연가스를 운반하는 고부가가치선박이다. LNG는 영하 162°C의 초저온 액체이므로, LNG가 실린 화물창 내부와 화물창 외부는 온도 차가 발생하게 된다. 만약, 이러한 온도 차로 인하여 LNG의 온도가 올라간다면 기화되기 때문에, LNG선에서는 LNG의 온도를 일정하게 유지시켜 줄 특수한 화물창을 필요로 한다. 따라서 극저온을 유지할 기술력의 유무가 LNG선의 경쟁력을 좌지우지한다고 볼 수 있다.

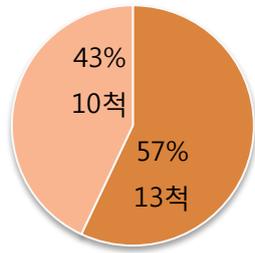
동사의 LNG선은 멤브레인 시트와 방열재를 사용하여 수축과 팽창을 모두 흡수할 수 있고, 외부로부터 열을 차단 할 수 있는 특수 구조를 설계하여 화물창 내부에 LNG를 보관하고 있다. 또한 최근에는 LNG-SRV라는 신개념 LNG선을 최초 개발하였다. 이 선박은 단순히 운송의 역할만 했던 기존의 LNG선과 달리, 액체 상태로 운송한 LNG를 다시 기화시켜 파이프 라인을 통해 육상으로 공급할 수 있도록 하는 기술이 적용된 선박이다. 이 선박은 지난해 '대한민국 기술대상'에 선정된 데 이어 올 4월에 개최된 'Green Ship Technology' 세계최고의 친환경 선박으로 선정되기도 하였다..

경기상승과 더불어 LNG선의 회복세를 일으키다.

▽ LNG선의 선두주자, 삼성중공업

현재 LNG선 건조시장에서 우리나라 조선업체들은 약 95%의 점유율을 차지하고 있고, 동사는 2003년부터 올해 상반기까지 전세계에서 발주된 총 189척의 LNG선 중에서 64척을 수주하였으며, 이는 약 33.9%의 세계 최고의 LNG선 수주점유율을 자랑한다. 또한 수주 잔량도 13척으로 전 세계 조선소 중에서 가장 많은 수치이다.(그림6 참조) 이는 국내 조선소와의 비교에서 확인해 볼 수 있다. 2008년 9월 경제불황으로 지난 2년간 조선업계는 전반적으로 침체기에 빠져있었다. 그림 7에서 확인할 수 있듯이, 2008년과 2009년은 전반적인 신조 발주 추이가 낮았던 것이 사실이다. 조사한 바에 의하면, 전세계 LNG선의 발주는 2007년 28척, 2008년 5척으로 감소하였고, 2009년에는 단 한 척의 LNG 발주도 없었다. 하지만, 동사가 올해 5월 쉘브론(Chevron)으로부터 약 4억 달러에 LNG선 2척을 수주함으로써 다시금 LNG선 신조 수주의 회복세를 일으켰다. 이 기세를 몰아 현재, 동사는 그리스 가스로그 그룹과 LNG선 4척 추가 발주에 대해 논의하고 있는 것으로 알려져 추가 수주 가능성이 전망되고 있다.

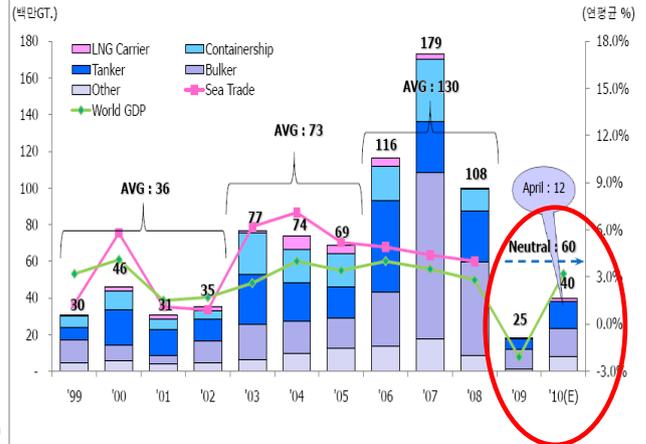
그림 12. 국내조선업체 LNG선 수주잔량 비교



■ 삼성중공업 ■ 대우조선해양
현대중공업·기타 : 0척(2010.7 기준)

출처: Research Team 2

그림 13. 삼성중공업 신조발주 추이



출처: 삼성중공업 IR Presentation(2010.6)

동사의 LNG선, 중국조선사의 성장이 두렵지 않다.

▽ 시장점유율 1위, 동사의 LNG선

리서치 2팀에서는 LNG에 대한 공급과 수요가 꾸준히 증가할 것이라고 예상되는 현 시점에서 이를 운반하는 LNG선의 발주 증가 가능성에 대해서 긍정적으로 보고 있다. 표 2에서 확인할 수 있듯이 세계 선박시장에서 LNG선의 연평균증가율이 가장 높았던 것에서 LNG선 시장을 장악할만한 높은 기술력을 가진 업체가 앞으로의 선박시장을 선도할 수 있을 것이라고 판단된다. 환경에 대한 관심이 급상승하는 현재, 친환경 기술을 가진 업체가 장기적으로 미래 시장에서 우위를 점할 것으로 판단된다. 동사는 강한 기술력과 친환경에 대한 지대한 관심, 지속적인 발전으로 LNG선 시장 점유율 1위를 지키고 있는 조선업체로서 앞으로도 타 업체 대비 높은 경쟁력을 가질 것으로 본다. 중국 조선사의 급격히 성장하고 있지만, 동사에 큰 위협적인 요소로 다가오지 않을 것이라고 추측된다. 중국 조선사는 높은 기술력이 아닌 저렴한 인건비, 풍부한 현지자원이라는 요소를 통해 성장을 하고 있기 때문에 LNG선에 관한 한 동사의 기술력을 따라잡는 것은 아직은 쉽지 않다고 판단된다.

표 3. 선종별 세계시장 규모(건조량 기준)

(단위: 천 CGT, %)

구분	2000	2002	2004	2006	2009	연평균증가율 (2000~'09)
탱커	4,047	4,323	5,736	8,309	12,572	13.4
벌크캐리어	3,087	3,303	4,325	5,371	9,132	12.8
컨테이너선	3,695	4,820	4,536	10,094	6,679	6.8
LNG선	955	697	1,349	1,911	3,625	16
크루즈선	1,099	1,316	887	934	1,014	-0.9
전체	20,044	21,392	24,774	33,886	43,692	9

출처: Lloyd's

3-3. 해양시대의 떠오르는 강자, LNG-FPSO

LNG-FPSO는 동사에 의해서 최초로 개발된 최첨단 선박이다.

v 신개념 선박, LNG-FPSO의 정체는?

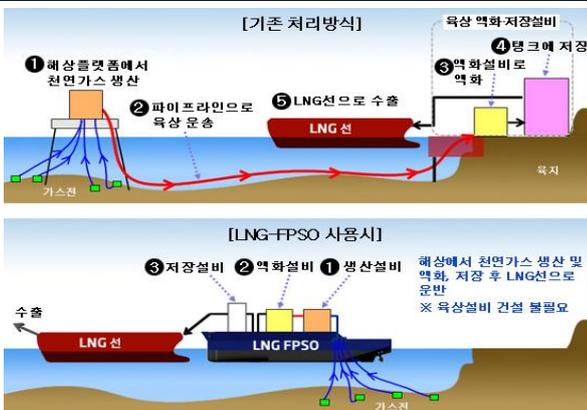
LNG-FPSO는 액화천연가스-부유식 저장설비(Liquefied Natural Gas-Floating Production Storage Offloading)로, 2008년에 삼성중공업에 의해서 최초 개발된 해양플랜트이다. 기존의 LNG생산방식과 LNG-FPSO를 이용한 생산방식을 비교하면 다음과 같다.(그림8 참조) 기존의 생산방식에서는 천연가스를 가스전에서 뽑아 올린 후, 파이프라인과 연결해 육상에서 설비를 통해 액화-저장하였다가 LNG선으로 운송하였다. 그러나 LNG-FPSO를 이용하게 되면, 해상에서 천연가스를 생산하고, 액화 및 저장을 할 수 있다. 그리고 LNG-FPSO에서 곧바로 LNG선으로 LNG를 이동시킬 수 있다. 그렇다면 기존 방식 대비 LNG-FPSO의 강점은 무엇인가? 우선, 해상에서만 모든 활동이 이루어지기 때문에 육상 설비는 불필요하게 되므로 평균 약 2조원의 육상 액화-저장 설비 건설 비용을 줄일 수 있다. 또한 해상에서만 활동을 하기 때문에, 사고로 인해 육지가 피해를 입을 가능성이 적어지므로 훨씬 안전하다. 그리고, 환경 보호를 위한 최적의 시스템을 갖추고 있기 때문에 기존의 방식보다 훨씬 친환경적이다. 마지막으로, 고정된 설비가 아니기 때문에, 필요 시 위치를 자유롭게 이동할 수 있다

LNG-FPSO는 동사가 독점력을 행사할 수 있는 고수익의 특수선박이다.

v 시장점유율 100%의 강한 독점력

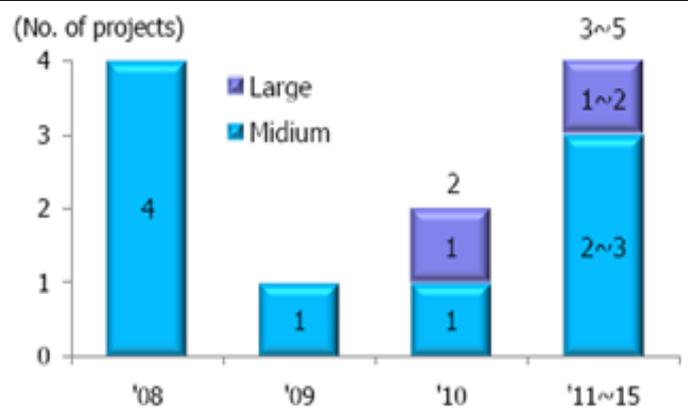
앞에서 언급했듯이 LNG-FPSO는 삼성중공업에 의해 최초 개발된 천연가스 생산 및 액화-저장 설비이다. 동사는 2008년 이후 발주된 LNG-FPSO를 모두 수주함으로써 시장 점유율 100%를 기록하고 있다. (그림9 참조) 특히, 2009년 7월 원유 메이저 기업인 로열더취셀과 향후 15년간 LNG-FPSO를 최대 10척, 500억 달러 규모를 건조한다는 독점적인 장기 계약을 체결하였다. 따라서 장기간 안정적인 수익을 창출할 수 있을 것으로 판단된다. 그리고 지난 3월, 그 중 1척에 대한 본 계약을 정식으로 체결하였다. 가격은 1조 3237억 원으로 대형 LNG선보다 무려 4배 이상 비싸기 때문에 수익성도 클 것으로 기대된다.(그림10 참조) LNG-FPSO에 대한 관심과 함께, 에너지 업체들의 LNG-FPSO에 대한 발주 가능성이 높아지는 현 시점에서, 시장점유율 100%인 동사가 해양플랜트의 강자로서 입지를 강하게 굳힐 수 있을 것이라고 전망한다.

그림 14. 기존방식과 LNG-FPSO의 차이점



출처: SHI

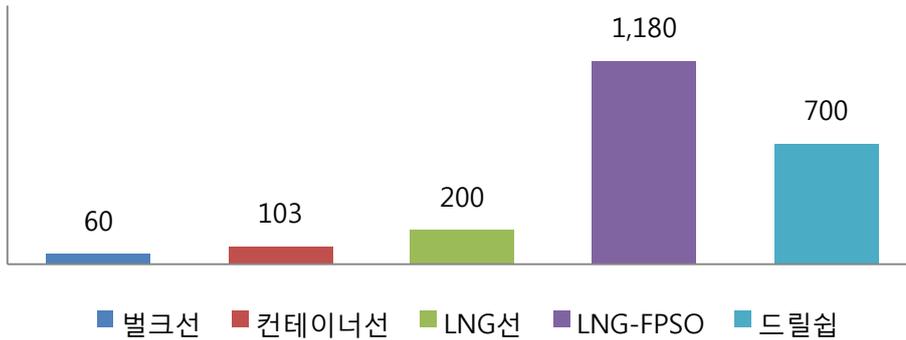
그림 15. 삼성 중공업의 LNG-FPSO 수주 실적 및 전망



출처: SHI

그림 16 선박별 가격 비교

(단위:백만 달러)



출처:Research Team 2

LNG-FPSO는 동사의 기업가치를 증가시켜 줄 효자노릇을 할 것이다.

v 높은 기술력으로 강한 진입장벽, 장기간 지속될 듯

대규모 유전이 점점 더 고갈되면서 에너지 개발의 trend가 해양으로 옮겨가고 있다는 사실은 앞에서 언급하였다. 실제로도 이미 Drill Ship을 통해 많은 유전과 가스전이 개발되었기 때문에 앞으로 해양플랜트가 더욱 발전할 것이라는 것도 부인할 수 없는 사실이다. 또한 환경에 대한 관심으로 인해 대체에너지 자원인 LNG에 대한 공급과 수요가 점차 증가할 것이라는 것도 객관적인 수치를 통해 확인되고 있다. 이러한 추세를 바탕으로 LNG-FPSO에 대한 수요도 증가할 것으로 판단된다. 또한, 이런 상황에서 심해에서 LNG를 생산하고 액화 및 저장을 하는 설비를 갖춘 LNG-FPSO는 시대를 앞선 해양플랜트 선도주자로서 나아갈 수 있을 것으로 보인다. 상당한 기술력을 필요로 하고, 시장점유율을 100% 유지하고 있기 때문에 장기간 LNG-FPSO에 대한 진입장벽은 높을 것으로 보인다. 따라서 본 리서치 2팀에서는 LNG-FPSO가 동사의 가치를 크게 증가시켜 줄 것이라고 예측한다.

4. 투자포인트2 -보물섬은 해저에 있었다

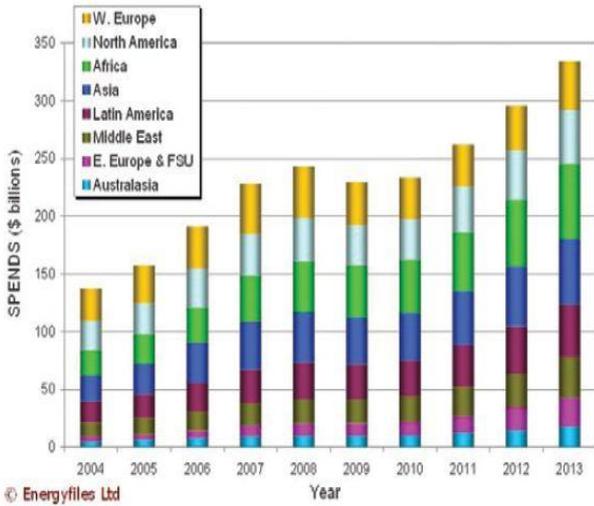
v 석유 업체의 석유 관련 해양 투자가 증가 할 것이다!

앞서 살펴 보았듯이 육상 및 근해의 석유 자원이 고갈되어 감에 따라 심해 유전의 개발에 점점 더 많은 관심이 집중되고 있다. 그렇다면 세계 에너지 석유 업체들은 해양 시추 설비 증대를 위해 실제로 자원을 투입하고 있을까?

심해 자원에 대한 투자가 증가하고 있다.

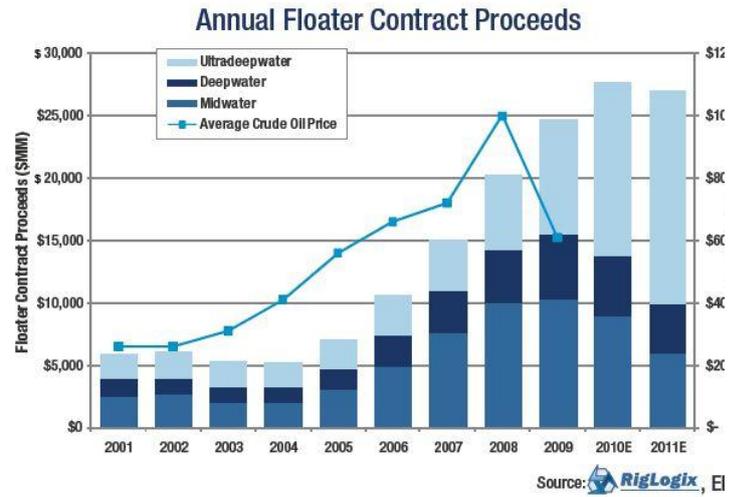
실제로 에너지 기업들은 많은 투자를 진행 중에 있다. 그림 16과 17을 살펴보면 2010년 이후 Offshore CAPEX가 2013년까지 전세계적으로 약 40% 가량 증가 할 것으로 전망되고 있다. 또한 그림 17에 따르면 2001년 이후 부유식 시추설비에 대한 계약은 꾸준히 증가 했음을 확인 할 수 있는데 이 또한 에너지 회사들이 실제로 심해 유전 개발을 위해 많은 투자를 진행하고 있음을 보여주는 것이다.

그림 17. Offshore CAPEX (단위: %)



출처: Energyfiles Ltd

그림 18. 부유식 시추설비 계약규모 추이



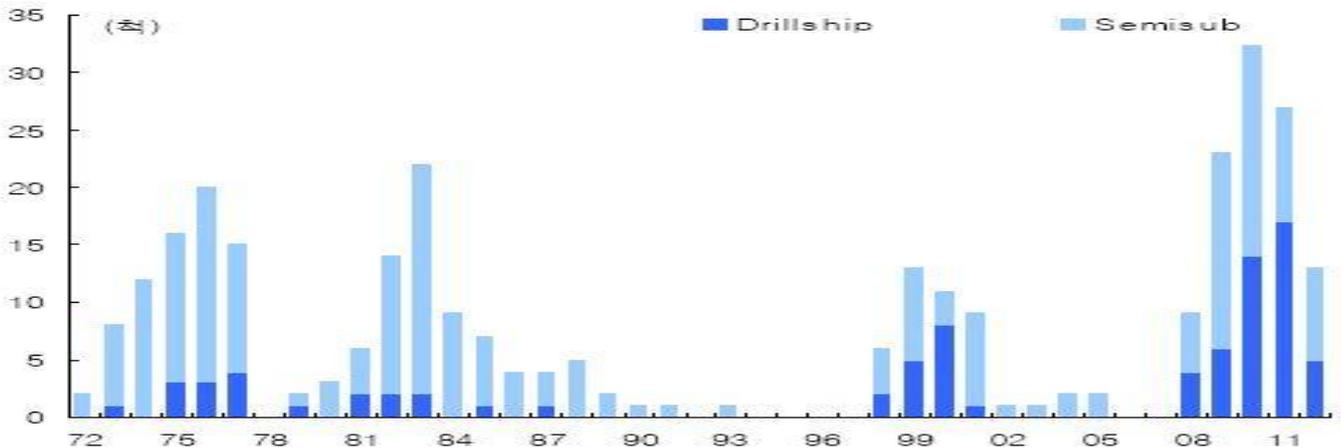
출처: rigzone

시추 설비의 노후화는 동사에 호재

이러한 매크로적 변화 뿐만 아니라 동사에게 다른 호재도 있는데 그것은 바로 해양 시추 설비들의 노후화이다. 그림 18에 따르면 08년~12년 사이에 20년 이상 된 해양 시추 설비량이 급격히 증가하는 모습을 확인 할 수 있다. 해양 설비들이 노후화 된다는 뜻은 곧 설비를 교체해야 함을 뜻하며 이는 해양 시장에서 막강한 지위를 차지하고 있는 동사의 신규 수주가 크게 증가 할 것임을 보여준다.

그림 19. 해양 플랜트 노후량

(단위: 척)



출처: Energyfiles Ltd

v 강력한 기술력, 쉽게 따라오지 못할걸?

동사는 해양 사업 부분에서 독보적인 지위를 바탕으로 세계적인 우위를 점하고 있다. 각 제품의 특징과 점유율을 살펴보면 다음과 같다,

드릴쉽

점유율 66%의 고부가 가치 선박

드릴쉽(Drillship)에 대해서 알아보자. 드릴쉽이란 바닷속에 있는 유전을 채굴하기 위해 땅을 시추하는 기능을 가진 선박이다. 가격은 심해용 시추선이 7000억원, 극심해용 시추선은 1조원 정도에서 형성되고 있다. 드릴쉽의 기술경쟁력의 핵심은 강한 파도에도 불구하고 배가 움직이지 않도록 배를 설계할 수 있느냐 하는 것이다. 주로 360° 회전이 가능한 Azimuth Thruster라는 장비를 사용해서 시추선을 한 곳에 고정시킨다. 삼성중공업은 세계 최초로 동적위치제어시스템(DPS, Dynamic Positioning System)을 개발해 드릴쉽에 사용하고 있다. 이 기술로 인해 드릴쉽은 한곳에 더 안정되게 머무를 수 있고, 결과적으로 더 효율적인 시추를 수행할 수 있게 된다. 삼성중공업의 업계 최고수준의 기술을 자랑하고 있고, 압도적인 점유율(66%)을 차지하고 있다. 이로 인해 잠재적 진입자들의 진입이 쉽지 않은 분야이다.

그림 20. Azimuth Thruster



출처: 구글 이미지검색

그림 21. 드릴쉽



출처: 삼성중공업 IR자료

해양개발선

해양개발선(FDS : Field Development Ship)이란 심해 유전지역의 송유관 가설 및 파이프 설치등은 물론 크레인을 장착한 후 소형 유전 플랜트 설치작업도 할 수 있는 고부가가치 선이다. 과거 삼성중공업이 개발한 다목적 해양개발선은 네이버 아키텍트(Naval Arch-itect), 마리-타임 리포터(Mari-time Reporter)등 세계 유수의 전문지들로부터 “올해의 최우수 선박”으로 선정되는 등 최고수준의 기술력을 인정받고 있다.

다용도 선박,

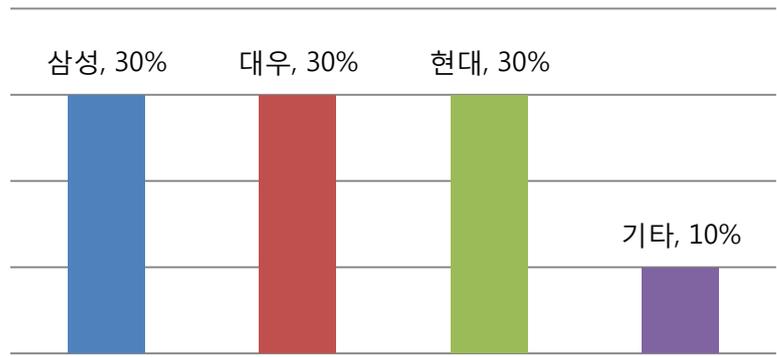
해양개발선

그림 26. FPSO



출처:삼성중공업 홈페이지

그림 27. FPSO 시장점유율(2009년 기준)



출처:삼성중공업 IR 담당자

v 누가 나랑 싸우겠는가?

타 업체대비 뛰어난 수주량

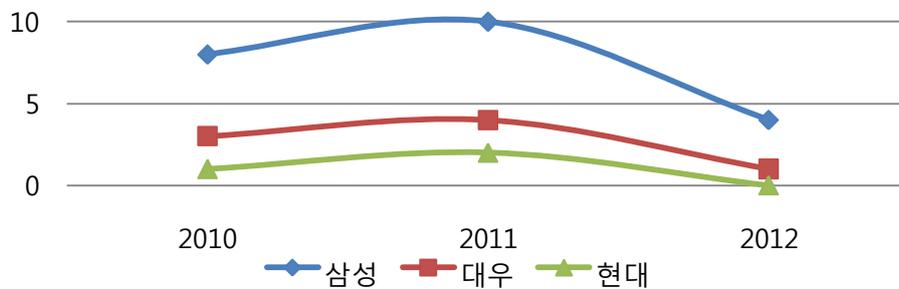
앞에서 언급한 해양플랜트들을 건조할 수 있는 조선소는 한국3곳, 중국 2곳, 그밖에 1곳 정도로 볼 수 있다. 이제 국내 3개 조선사로 눈을 돌려보자. 해양플랜트 시장에서 삼성중공업의 실질적인 경쟁자는 현대중공업, 대우조선해양으로 볼 수 있다. 아래 표에서 국내 3개 조선사의 해양플랜트 2009년 실적을 분석해 보면 삼성중공업이 경쟁자와 비교해서 우위에 있다는 것을 알 수 있다. 해양구조물의 경우 2009년에 삼성중공업의 다른 조선사에 비해 수주액이 매우 낮은 수치를 기록하고 있는데 이는 글로벌 금융위기가 도래하면서 시장의 수요가 비정상적으로 줄어들었기 때문이다.

해양플랜트 시장에서는 컨테이너선 · 벌크선의 경우와 다르게 기술 진입장벽이 매우 높기 때문에 향후 경쟁자가 추가적으로 나타날 가능성이 매우 적다. 또한 구매는 주로 시장의 평판, 기술력에 의해서 결정된다. 삼성중공업은 점유율뿐만 아니라 기술력이라는 측면에서도 업계 1등이라는 이미지를 확보하고 있다.

4.1에서 살펴보았듯 시장의 수요는 증가하고 있다. 이 증가하는 시장수요의 가장 큰 수혜자가 누가 될 것인가? 이제 답은 명확한 것으로 보인다.

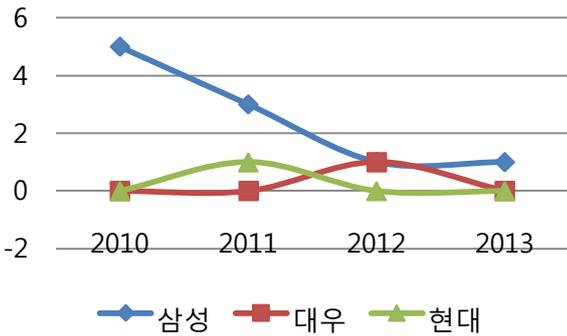
그림 28. 드릴십 인도계획 물량

(단위:대)



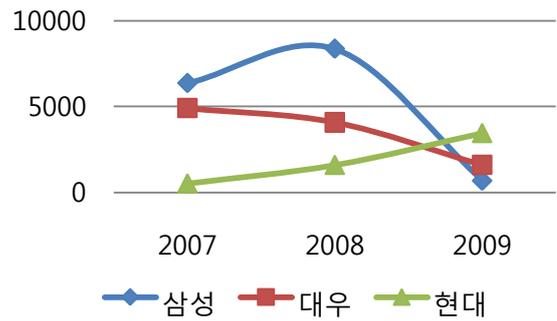
출처: Rigzone

그림 29. FPSO 인도계획 물량(단위:대)(2009년말 현재)



출처:Clarkson

그림 30. 해양구조물 수주추이(단위:)



출처:각 회사 IR자료

v 시장은 지금 변화 중

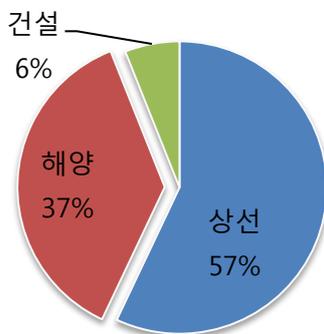
4.1에서 언급한 내용으로 볼 때 최근 석유 메이저 업체의 수요증가에 발을 맞추는 것이 향후 조선사들의 미래 수익성을 크게 결정할 것으로 보인다. 현재 조선소의 매출구성을 살펴보면 해당 조선소가 현재 트렌드에 얼마나 잘 발맞추어 가느냐를 파악할 수 있다. 이에 따라 국내조선 3사의 매출구성분석을 해 보았다.

삼성중공업 VS. 현대중공업

해운사업으로 포트폴리오 변화 중! 단연 삼성중공업이 최고다.

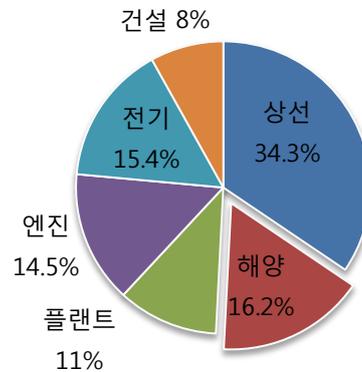
아래 표에서 보듯이 삼성중공업은 매출의 37%가 해양분야에서 창출되고 있다. 반면에 삼성중공업의 가장 강력한 경쟁상대인 현대중공업은 해양분야에서 매출의 16.2%정도만 창출해 내고 있다. 현대중공업의 해양분야에는 Fixed Platform, Pipeline과 같은 삼성중공업에서 다루지 않는 제품들도 포함되어있다. 반면 시장이 확대될 것으로 기대되고 있는 Drillship, FPSO, 부유식 해양구조물 의 비율만 놓고 보면 현대중공업은 이 분야에서 전체 매출의 10%이하만을 창출해 내고 있다.

그림 31. 2009년 삼성중공업 매출구성



출처: 삼성중공업 IR 자료

그림 32. 2009년 현대중공업 매출구성 (단위:백만달러)

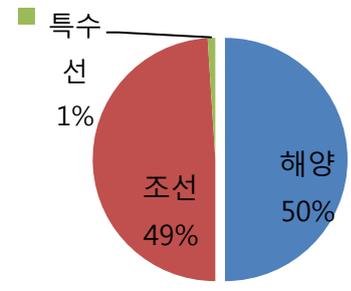
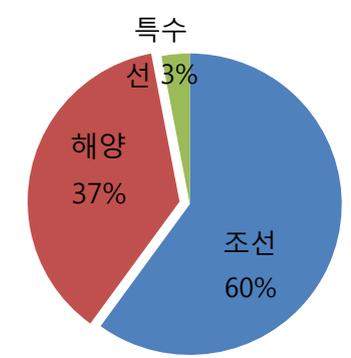


출처: 현대중공업 IR자료

삼성중공업 VS 대우조선해양

대우보단 삼성!

이제 대우조선해양과 비교를 해보자. 향후 2~3년의 매출을 결정하는 요소는 바로 수주잔량이다. 해양부분의 비율이 삼성중공업은 50%인데 반해서 대우조선해양의 비율은 38%정도에 불과하다. 절대적인 금액기준으로 비교해 보아도 삼성중공업의 해양부분의 수주잔량이 128억불 정도 더 높은 것을 알 수 있다. 참고로 대우조선해양의 해양부분에는 삼성중공업에서 취급하지 않는 고정식플랫폼과 육상플랫폼을 포함되어있다. 따라서 향후 성장성이 높은 FPSO, 드릴쉽 등의 차이만 놓고 비교해 본다면 두 회사의 차이는 더욱 급격하게 벌어질 것이다.

그림 33. 수주잔량금액비교(단위:억불)	그림 34. 삼성수주잔량비율(금액기준)	그림 35. 대우수주잔량비율(금액기준)
 <p>삼성중공업 대우조선해양</p>		
출처: Research Team 2	출처: IR 자료	출처: IR 자료

현재 국내 조선사들은 변신 중이다. 저가선박시장을 무서운 속도로 잠식해 나가고 있는 중국조선사들을 고려해 볼 때, 이러한 변신의 성패는 향후 국내조선사의 미래를 좌우한다고 해도 과언이 아닐 것이다.

지금까지 한국의 조선3사의 매출구조, 수주잔량을 분석·비교해본 결과 이러한 변화에 가장 잘 대응하고, 변화를 선도해 나가는 조선사는 삼성중공업이라고 할 수 있다. 따라서 장기적으로 볼 때 삼성중공업은 타 조선사 대비 더 높은 미래 기업가치를 가지고 있고, 투자대상 고려 시 더 높은 평가를 받을 수 있다고 할 수 있다.

5. RISK & ISSUE

5-1. 심해유전 개발에 대한 제재 가능성?

심해유전개발 금지 될 가능성?

2010년 4월 20일에 발생하였던 멕시코만 사건을 계기로 각국 정치권에서 심해유전 개발에 대한 제재를 가하자는 움직임이 일고 있고, 실제로 미국에서는 일정기간 동안 심해유전운영이 중지되었다. 이러한 움직임이 장기화 될 경우에 심해플랜트 사업에 주력하고 있는 삼성중공업에 큰 타격을 줄 것이라는 우려 섞인 시각이 시장에 존재하고 있다.

각국의 정치적 움직임은?

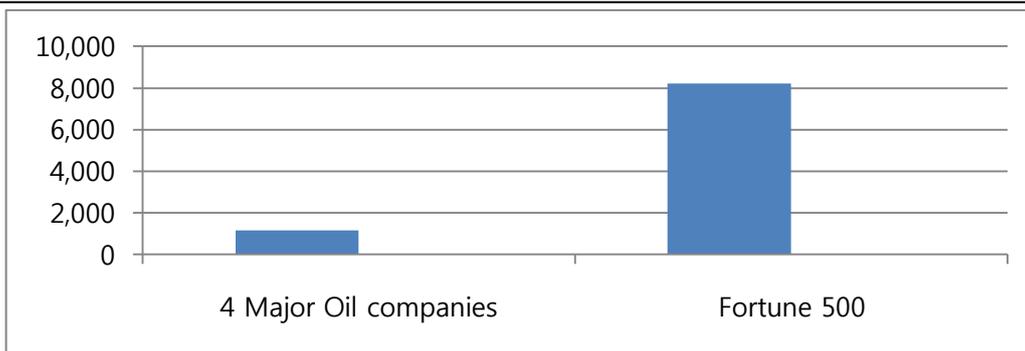
하지만 이러한 우려는 기우에 불과하다. 일단 각국의 심해유전개발에 대한 제재를 살펴보자. 미국의 경우 멕시코만 사건 이후 내무부에서 일시적으로 심해유전 운영을 금지시키는 법안을 발효시켰다. 하지만 2010년 11월까지로 한정된 법안의 효력 때문에 곧 심해유전은 예전과 같이 운영이 가능하게 된다. 또한 현재 환율, 무역수지와 같은 현안이 산적한 미국의 정치적 상황을 살펴 볼 때 추가적인 심해유전개발에 대한 제재방안이 나올 가능성은 거의 없다고 판단 된다. 또한 유럽연합에서도 멕시코만 사건 직후 심해 석유 시추를 중지시키는 법안을 마련하기 위한 움직임이 있었다. 하지만 각국의 이해관계, 관련된 이익집단들의 반발로 인하여 위 법안은 시추 시에 안전규정을 강화하는 그저 선언적인 방향으로 선회하여 실질적으로 영향은 없다고 할 수 있다.

석유산업의 비중을 생각해 보자.

또한 석유산업이라는 매우 복잡한 산업의 특성을 생각해 볼 때 장기적으로 심해유전 개발은 어불성설이라고 할 수 있다. 4대 메이저 석유업체 의 매출은 1.5조 달러, 또한 이들의 이익은 1,166억 달러에 이르는 거대 시장이다. 포춘 500대 기업에서 이들은 매출의 6%이상을 이익은 14.2%나 차지한다. 또한 이들 4개 업체 외에도 500대 기업 중에서 석유 관련 업체는 49개로 10%에 이른다.

그림 36. 4대 석유업체의 매출 비중

(단위: 억 달러)



출처: 각 석유사 Annual report

또한 석유산업은 모든 산업의 근간인 이르는 산업이다. 그러므로 거의 모든 산업과 복잡하게 연결되어 있고, 이러한 상황을 고려해 볼 때 석유산업에 충격이 가해진다면 돌이킬 수 없는 결과를 낳을 것이 자명하다. 현재까지 대체 에너지가 개발되지 않은 상

황에서 각국 정부는 충격의 영향을 파악하지 못한 상황에서 석유산업에 큰 충격을 가하지는 못할 것이다.

그래서 이 사건이 Risk인가? 아닌가?

위에서 살펴본 바와 같이 각국의 정치적 움직임, 세계경제에서 석유산업이 차지하는 비중을 살펴 볼 때 심해유전개발이라는 장기적인 흐름을 거스르는 상황은 벌어지지 않을 것이라고 판단된다. 따라서 멕시코만 사건은 단기적으로는 삼성중공업에 작은 리스크로 작용 할 수 있지만 장기적인 관점에서는 삼성중공업에 큰 리스크로 작용하지 않을 것이다.

5-2. 거시경제 지표 진단

금리

조선업은 적당 판매금액이 크며, 해운사나 오일메이저 등 발주사는 선박금융을 이용하여 장기차입으로 자금을 조달한다. 그러므로, 금리 수준이 조선업의 호황에 영향을 끼치게 된다. 현재 세계 금리는 초저상태를 1년이상 유지하고 있는 상태이고, 당분간은 금리 인상은 크게는 없을 것으로 예상은 되지만, 만약 금리가 오르면 발주량이 줄어들어 전체적인 조선업 호황면에 리스크로 작용할 수 있다.

환율

수출이 90%이상이고 선박건조대금을 대부분 달러로 받는 반면, 원재료 매입액 등은 매출의 50% 이므로 환율상승은 그대로 수익확대에 연결된다. 그만큼 환율 하락시 큰 손해로 이어질 수 있기 때문에 환율 리스크 관리가 필요한 산업이 조선이다. 동사는 미국과 유럽의 수주를 많이 받기 때문에 **달러환율**과 더불어 **유로환율**도 살펴볼 필요가 있다. 동사는 2002년 이후부터 환율 변동 리스크는 **통화선도계약을 통해 100% 헤지(hedge)**해왔다. 이에 반해, 경쟁사라고 할 수 있는 현대중공업은 회사방침상 헤지를 실시하지 않고 있으며, 대우조선해양은 외화 거래분의 50~70%에 대해 헤지를 시행하고 있다. 최근, 원화 강세 추세에 따라 낮은 상태를 유지하고 있는 환율시장을 볼 때, 다른 조선사에 비해 동사는 환율 리스크에 덜 취약하다고 볼 수 있다. 또한, 해양 선박 발주의 대부분은 유럽으로부터 오는 것들이고, 해양 사업 선박은 90%이상 한국이 점유하고 있기 때문에 유로환율이 급감하지만 않는다면 해양 사업 선박에 큰 영향을 끼치지지는 못할 것으로 보인다.

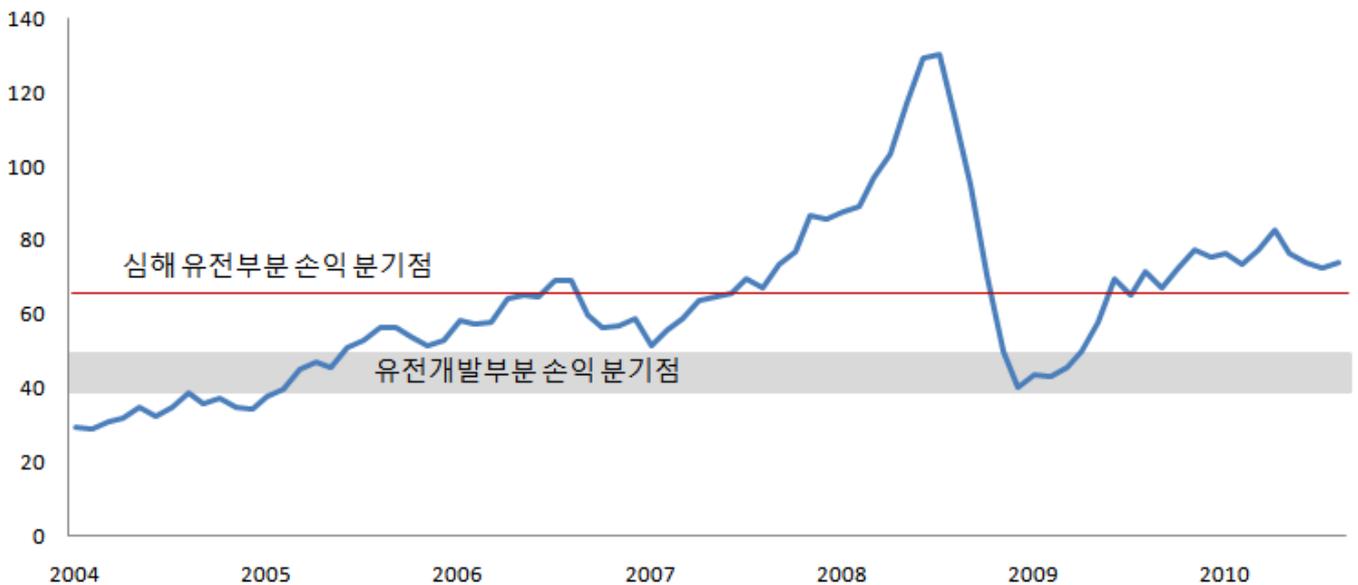
원자재 가격

동사는 엔진 등 주요 원자재는 건조계약 체결 이후 6개월 이내에 발주하여 가격과 납품시기를 확정짓지만 후판 등 선구매가 불가능한 원자재는 수주시 예상되는 변동성을 감안하여 선가에 반영한다. 선박의 주 원재료인 강판(일본 JFE 기준)과 형강(일본 TOPY 기준)의 가격은 2009년에 각각 600\$/ton, 620\$/ton이었으나, 세계경기회복에 따른 철강 수요 증가 및 철광석 메이저의 과점화로 인한 주원료가 상승하여, 올해 2사분기 640\$/ton, 680\$/ton으로 상승하였고 3사분기에도 소폭 상승하였다. 올해 4사분기에 철광석 가격은 2,3사분기 대비 감소하였지만, 주 거래사인 포스코의 경우 아직 2,3사분기의 상승분을 철강 가격에서 반영 하지 못하였기 때문에 최근 4사분기의 철강가격을 동결한 상태이다. 최근 중국 철강 가격이 강세이기도 하고, 원자재 가격은 예측하기 어렵기 때문에 원자재 가격의 급등 가능성은 전체 조선업계에 리스크로 작용할 수 있다.

유가상승은 동사에 긍정적 효과

유가 상승은 선박 건조시 비용이 증가할 것이라는 생각에 리스크 요인으로 작용할 것이라고 생각하기 쉽다. 하지만, 유가 상승은 오히려 동사에 호재로 작용한다. 그 이유는 유가가 계속 오르면 오히려 공급자들이 원유를 공급하려 하고 그에 따른 **유조선 발주가 증가**한다. 또한, 대형 오일메이저들 중심으로 해상 유전이나 가스전 개발을 확대하기 위한 드릴십, FPSO, LNG-FPSO 등 **해양부문 선박의 수요**가 많이 상승하게 된다. 유가가 배럴당 40~50달러 사이에 있을 경우 일반적으로 유전개발의 경제성이 확보되었다고 볼 수 있고 유가가 65달러 이상일 경우에는 심해 유전의 경제성 또한 확보된다. 올해 심해유전 부분 수주량이 많았던 것은 2009년 하반기부터 올해까지 심해유전부분 손익 분기점을 넘었다는 점에서도 그 원인을 찾을 수 있다.

그림 37. 유가 추이와 유전개발 투자 손익분기 구간 (단위:\$/bbl)



출처:대우증권 리서치 센터, Research Team 2

5-3. 기타 RISK & ISSUE

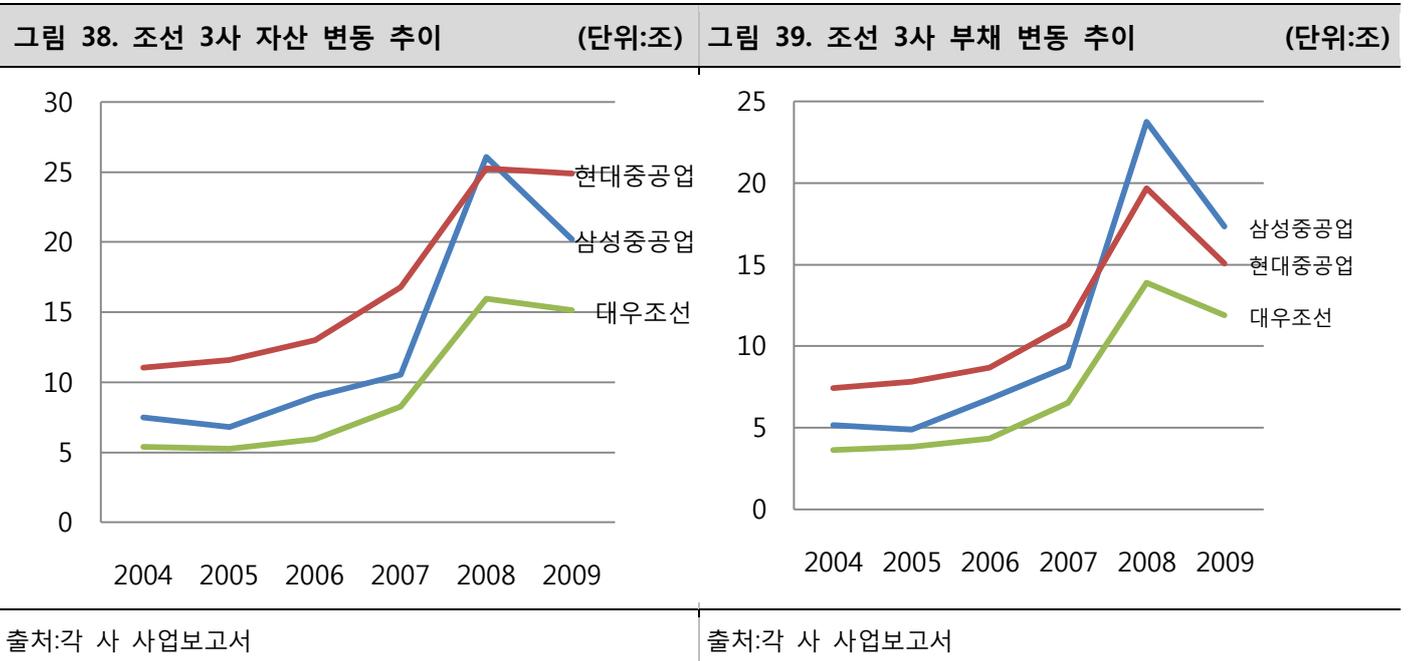
탄소배출 규제는 동사에 큰 호재로 작용

최근 국제해사기구(IMO)는 선박에 탄소배출가스 유출 방지를 위한 규제기준을 논의 중에 있으며, 유해물질 배출 선박에 대한 입항 금지 법안 역시 일부 국가들을 중심으로 검토되고 있다. 이 법률이 통과되면 법규에 위배되는 **기존 선박의 선주들이 선박들을 교체**해야 하기 때문에 조선업계에 호재가 될 것이라는 전망이 지배적이다. 이러한 흐름은 **친환경 기술을 개발에 많은 투자**를 하고 있는 동사에게 더 큰 호재로 작용할 것으로 예상된다. 그 이유는 실제로, 1990년, 기름 유출 방지를 위해 유조선(원유)에 대해 선박 안전용 이중선체(두겹으로 둘러싼 선체)를 의무화 되었을 때, 이중선체 의무화가 시행된 이후 단일선체로 이뤄진 노후 선박이 폐기·교체되는 등 이중선체 선박에 대한 수요가 높아진 적이 있다. 동사는 올해 지난 1월 연료소모 최소화 설계, 폐열회수 및 저온연소 기술, 온실가스 배출 30% 이상 감소 방침을 통한 그린전략을 선포, 친환경

선박 개발에 박차를 가하고 있으며, 최근에는 천연가스를 연료로 운항할 수 있는 친환경 선박 '가스추진선박'에 대한 개념설계를 완료했다.

08년 재무제표상 부채, 자산의 증가는 회계기준 변경에 의한 것

동사의 2008년도 재무에서 눈에 띄는 점이 있다. 자산이 10조에서 26조, 부채가 8.7조에서 23조로 두 배 이상 뛴 점이다. 그러나 이 점은 동사만이 가지고 있는 문제라고 하기 어렵다. 이와 같은 변화는 **다른 국내 조선사에서도 나타난다**. 급격한 변화는 실질의 변화가 아니라 **회계 규칙의 변화**인데, 재무제표를 살펴보면 유동성확정계약자산, 확정계약자산, 유동성확정계약부채, 확정계약부채 등 없던 계정이 생기는 등의 원인으로 볼 수 있다. 또한, 2007년까지는 환율의 변동이 크지 않아서 아무런 문제가 없었으나, 2008년 환율이 크게 변동하면서 기타포괄평가손실이 지나치게 커지는 문제도 또한 이 변화의 원인으로 볼 수 있다.



6. VALUATION

PBR-ROE METHOD

리서치 2팀은 동사에 대해 PBR-ROE 방법으로 상대적 가치에 의한 밸류에이션을 실시 하였다. 상대적 가치에 의한 밸류에이션을 하는 이유는 다음과 같다. 앞으로의 트렌드에 따라 해양 사업 부분이 조선업에서 가장 큰 부가가치를 창출하는 부분이 될 것이므로 동사는 이에 맞게 해양 사업 부분의 포트폴리오를 점점 키우고 있는 상황이며 동사는 세계의 어떤 조선사 보다 해양 사업 부분의 비중이 높아 시장에서 타 조선사 대비 프리미엄을 받는 것이 타당하다. 하지만 현재 주가로 판단해 봤을 때 동사는 타 조선사 대비 시장에서 프리미엄을 받고 있지 않다고 판단된다.

이에 리서치 2팀은 시장이 현재 동사에 대해 잘못된 평가를 하고 있다고 판단하여 현재 시장의 평가에 더 PREMIUM을 줘야 한다고 생각해 타 조선사와의 비교를 통해 상대적 가치에 의한 VALUATION을 하게 되었다. 이를 위해 먼저 동사의 당기순이익을 다음과 같이 추정하였다.

단위 : 10억	2008	2009	2010(F)	2011(F)
매출	10,664	13,094	13,110	13,110
매출총이익	1,087	1,139	1,412	1,505
영업이익	755	793	983	1,049
세전계속사업이익	842	854	1,020	1,049
순이익	627	669	819	878
매출총이익률	10.2%	8.7%	10.8%	11.5%
영업이익률	7.1%	6.1%	7.5%	8.0%
순이익률	5.9%	5.1%	6.3%	6.7%

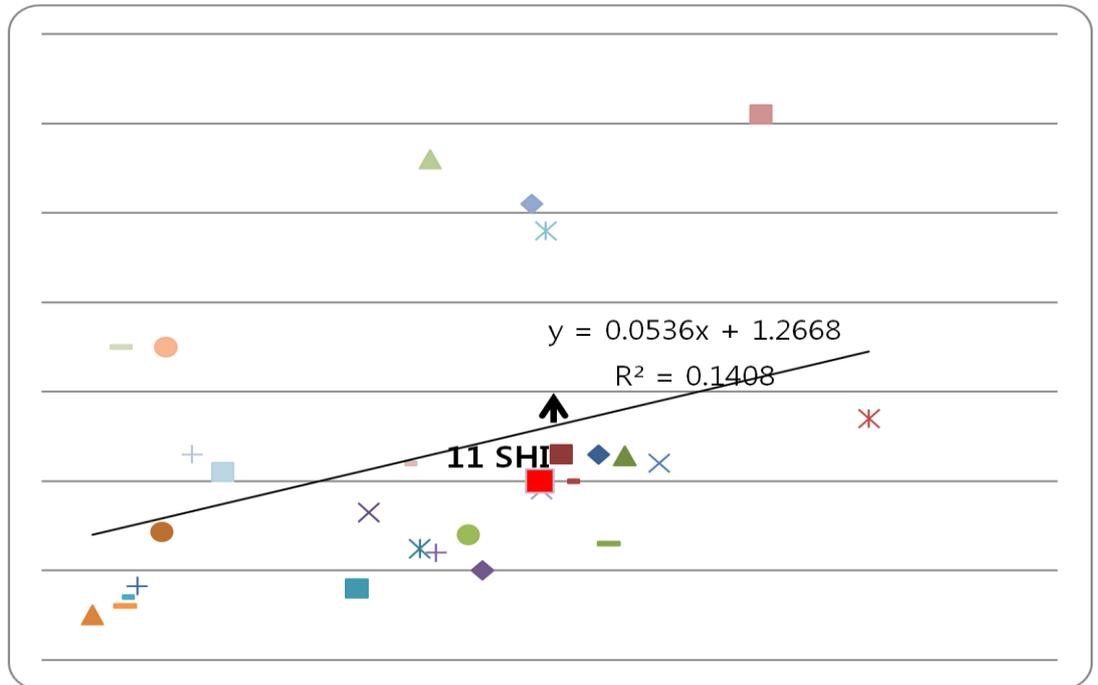
보수적인 추정

조선업은 수주 산업으로 수주 한 건당 금액이 커 수주량에 따라 매출액이 크게 변동하므로 미래의 매출을 추정하기 곤란한 점이 있다. 또한 동사는 사업별 이익률과 수주량 및 제품 간 비율에 관하여 정확한 자료를 외부에 공개하지 않고 있어 동사의 미래 매출액을 추정하는데 곤란한 점이 있다. 대외적인 경기 회복 움직임과 해양 플랜트에 대한 수요 증가, 고부가가치 선박에 대한 수주 증가로 동사의 매출액이 상승 할 것으로 기대되긴 하지만 동사가 외부에 수주 잔량, 수주선의 가격 등을 공개하지 않고 있어 정량적으로 매출액을 추정하는데 어려움을 겪었다. 이에 리서치 2팀은 보수적인 가정을 통하여 2011년 예상 매출액을 2010년 매출액과 동일하게 추정하였다. 하지만 동사의 사업 구성이 이익률이 높은 해양 플랜트 사업 쪽으로 비중을 높여가고 있어 이익률이 상승 할 것이 명확하므로 동사로부터 나온 자료를 바탕으로 하여 2011년 영업이익률을 2010년 대비 0.5% 높게 추정하였다.

PBR-ROE 회귀분석

이렇게 산출된 매출액과 이익률을 바탕으로 조선업 주요 5사와의 PBR-ROE 회귀분석을 실시 하였다. PBR-ROE 회귀분석은 동사와 조선업 주요 5사(현대중공업, 대우조선해양, STX조선해양, 현대미포조선, 한진중공업)의 2006년부터 2010년까지의 PBR, ROE를

이용하였다. 동사의 2011년 PBR-ROE 추정 시 위에서 예측한 2011년 당기순이익을 바탕으로 2010년 6월 말 자본을 이용하여 2011년 ROE를 추정하였고 PBR은 2010년 10월 7일 종가와 2010년 6월 말 자본 총계를 이용하여 산출하였다. 그 결과 동사의 2011년 예상 ROE는 27.41, PBR은 2.3이 산출되었다. 이러한 데이터를 종합하여 동사와 조선업 주요 5사의 PBR-ROE 산포도를 산출하였고 그 결과는 다음과 같다.



(가로축 : ROE / 세로축 : PBR)

회귀분석 결과 추정치는 다음과 같다. ∴ $Y=0.0545X + 1.2668$

위 식의 X항에 동사의 현재 PBR 2.3을 대입하여 산출한 2011년 동사의 목표 PBR은 2.76이며 이를 통해 산출된 목표 주가는 38,302원으로 현재 주가 31,600원 대비 약 21% 상승여력을 가지고 있어 리서치 2팀은 동사에 대한 BUY를 추천한다.

상승여력 21%로 BUY!

동사가 수주 량에 의해 실적이 크게 변동하는 수주 산업이라는 점과 동사에 대한 중요한 정보들이 공개되지 않아 정교한 VALUATION 에 어려움을 겪은 것이 사실이다. 하지만 2011년 예상 매출액을 2010년과 동일하게 보수적으로 산출하였고 해양 플랜트 사업의 확대에 의한 이익을 소폭만 상승시켰음에도 불구하고 동사의 주가는 21%의 상승여력을 보여주었다. 이러한 점에 덧붙여 고부가가치 해양 플랜트 사업으로 조선 산업의 흐름이 이동하고 있다는 점, 동사가 최근에 수주한 해양 플랜트들의 매출은 앞으로 몇 년간에 걸쳐 인식되므로 앞으로의 매출과 이익을 상승은 확실 시된다는 점에 근거하여 동사에 대한 BUY 의견은 타당 한 것으로 생각된다.

7. Appendix

손익계산서				
(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
매출액	63,517	85,191	106,645	130,949
매출원가	60,230	77,744	95,766	119,558
매출총이익	3,287	7,447	10,878	11,391
판매비	2,297	3,444	3,325	3,455
인건비	990	1,328	1,354	1,275
감가상각비	203	235	265	259
무형자산상각비	0	0	0	0
연구개발비	5	0	0	0
마케팅비	0	0	0	0
기타 판매비	1,099	1,881	1,706	1,921
영업이익	990	4,003	7,553	7,936
영업외손익	1,135	2,582	870	611
이자손익	813	1,376	2,087	582
지분법손익	363	451	-1,337	-187
외환차손익	-90	179	240	1,404
외화환산손익	9	-60	-704	274
기타 영업외손익	39	636	584	-1,462
세전계속사업이익	2,125	6,585	8,423	8,548
법인세비용	584	1,732	2,150	1,849
당기순이익	1,541	4,854	6,273	6,699
EPS	667	2,102	2,717	2,901

현금흐름표				
(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
영업활동 현금흐름	13,902	14,618	11,686	-31,625
당기순이익	1,541	4,854	6,273	6,699
비현금수익비용가감	1,598	2,400	4,851	3,514
감가상각비	1,985	2,160	2,378	2,634
무형자산상각비	0	0	15	179
외화환산손익	9	-67	-704	274
지분법평가손익	363	451	-1,337	-187
기타	-758	-144	4,499	614
영업활동으로 인한 자산부채	10,763	7,364	562	-41,838
투자활동 현금흐름	-9,918	-12,102	-8,392	8,767
유형자산 투자	4,338	6,264	10,028	7,210
유형자산 처분	214	45	53	236
무형자산 증감	0	0	46	232
지분법자산 증감	378	339	1,637	213
기타	-5,416	-5,545	3,267	16,187
재무활동 현금흐름	513	-5,845	-2,092	24,913
단기IBD 증감	-501	3	-45	14,859
장기IBD 증감	933	0	0	11,474
자본증감	48	35	11	14
배당금 지급	-570	-572	-1,087	-1,078
기타	603	-5,311	-972	-356
순현금흐름	4,498	-3,330	1,202	2,055
기초현금	1,041	5,538	2,208	3,411
기말현금	5,538	2,208	3,411	5,466

미치대조표				
(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
유동자산	54,081	66,896	133,440	118,552
현금 및 현금등가물	24,468	25,959	24,899	10,853
매출채권	7,929	11,133	19,783	37,902
재고자산	1,877	3,123	7,777	5,790
비유동자산	35,810	38,710	127,401	83,323
투자자산	7,436	4,025	4,740	4,667
유형자산	27,193	31,212	38,028	42,374
무형자산	0	0	924	977
자산총계	89,892	105,606	260,841	201,875
유동부채	62,574	81,507	152,827	126,455
매입채무	6,596	7,896	10,264	10,550
단기차입금	239	239	203	15,056
유동성장기차입금	6	9	0	0
비유동부채	5,097	6,000	84,774	47,014
사채	5,097	6,000	84,774	47,014
장기차입금	95	87	95	4,595
부채총계	67,670	87,507	237,600	173,470
자본금	11,549	11,550	11,550	11,550
자본잉여금	4,997	4,961	4,984	4,987
이익잉여금	2,681	6,963	12,150	17,770
자본조정	2,671	-5,925	-6,734	-6,698
자본총계	22,221	18,099	23,241	28,406

주요투자지표				
	2006	2007	2008	2009
Growth Ratios				
매출액 성장률 %	14.5%	34.1%	25.2%	22.8%
EBITDA 성장률 %	76.3%	107.2%	61.4%	8.1%
EBIT 성장률 %	-2132.7%	201.4%	50.7%	-14.4%
총자산 성장률 %	31.7%	17.5%	147.0%	-22.6%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	5.2%	8.7%	10.2%	8.7%
EBITDA margin %	4.7%	7.2%	9.3%	8.2%
EBIT margin %	1.6%	4.7%	7.1%	6.1%
세전이익률 %	3.3%	7.7%	7.9%	6.5%
당기순이익률 %	2.4%	5.7%	5.9%	5.1%
Stability Ratios				
부채비율 %	304.5%	483.5%	1022.3%	610.7%
순부채비율 %	-104.3%	-136.1%	-100.3%	59.6%
유동비율 %	86.4%	82.1%	87.3%	93.8%
당지비율 %	83.4%	78.2%	82.2%	89.2%
이자보상배율	6043.6%	6038.0%	12006.6%	1195.7%
Performance Ratios				
ROE %	6.9%	26.8%	27.0%	23.6%
ROA %	1.7%	4.6%	2.4%	3.3%
ROIC %	-8.5%	-27.5%	-113.7%	14.1%
Per Share Ratios				
BPS	9,625	7,839	10,066	12,303
DPS	248	471	467	468

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.

