

STX조선의 기업가치평가 사례[†]

강 효 석*

A Case Study on the Valuation of STX Shipbuilding

Abstract

STX Shipbuilding has not only been one of the fastest growing company in Korea, but also played a major role in the development of Korea's world-leading shipbuilding industry. As of year-end 2006, the company's order backlog and shipbuilding capacity ranked sixth in the world, and its exports topped US\$ 1 billion. It has recently acquired ownership of Aker Yards ASA, the world's fourth largest shipbuilder in Europe. With this attempt, the company expects to establish a beachhead in cruise and ferries market where most Korean shipbuilders have not achieved competitive advantage as yet. In this case study, we perform financial analysis of STX Shipbuilding to see if the company is financially secure. We also proceed to its stock valuation using various valuation techniques. The case material to be used in the classroom was prepared at the end of 2007.

I. 서론

2007년 10월 22일 STX그룹은 세계 3대 크루즈선 제조업체인 Aker Yards ASA의 지분 39.2%를 8억 달러에 인수하였다. Aker Yards사는 노르웨이 오슬로에 본사를 두고 핀란드, 프랑스 등 8개국 18

개 조선소에서 2만 여명의 근로자를 고용하고 있으며, 연간 매출규모는 4조 원에 이르는 글로벌 조선업체이다. 이에 따라 동사는 Aker Yards사의 최대주주로서 세계 크루즈선 시장에 진출할 수 있는 발판을 마련하였다.

크루즈선은 ‘떠다니는 호텔’로 불릴 만큼 인테리어 설계와 자재 면에서 최고의 품질이 요구되는 선박으로 가격만도 척당 10억 달러에 달하는 고부가가치 선

[†] 본 사례의 분석시점은 2007년 말이며 재무관리 강의용으로 개발한 것임.

* 한국외국어대학교 경영학부 교수

중이다. 국내 조선업체들이 최고 수준의 선박 설계능력과 건조기술을 보유하고 있음에도 불구하고 크루즈선 시장에 진출하지 못하는 이유는 인테리어 설계와 고급 자재조달 측면에서 유럽 조선소들이 경쟁우위에 있었기 때문이다. STX그룹은 이번 인수·합병(M&A)으로 국내 조선업계의 미개척 분야인 크루즈선 시장 진출에 성공한다면 그룹의 경쟁력과 성장동력이 크게 강화될 뿐 아니라 기업 가치도 한 단계 레벨 업 될 것으로 기대하고 있다. 이번 인수는 국내기업의 해외기업 M&A사례 중 두 번째로 큰 규모로서 그룹계열사인 STX조선이 2억 달러, STX엔진이 1억 달러를 출자해 설립한 Rambera AS를 통해 이루어졌는데, Rambera사는 출자금 외에 STX조선으로부터 5억 달러를 차입하였다.¹⁾

II. 셸러리맨의 신화, 강덕수 회장

STX그룹의 강덕수 회장은 1973년 쌍용양회 평사원으로 직장생활을 시작하여 지금은 18개 계열사를 거느린 재계

20위권 그룹의 CEO 겸 총수로 등극함으로써 ‘셸러리맨 신화’로 불리는 인물이다. 그는 수리에 능해 주로 기획과 총무부문에서 일해 왔으며 치밀하고 주도면밀한 성품으로 정평이 나 있다. 2001년 선박용 엔진 생산업체인 쌍용중공업 사장으로 재직 중 어려움에 처한 회사를 살리기 위해 그는 스톡옵션과 아파트를 처분해 마련한 사재 20억 원으로 회사 경영권을 인수하여 (주)STX를 출범시켰다. 외환위기 이후 주가가 폭락한 덕분이었다. 회사인수 당시 매출액 3천억 원에 불과했던 기업을 불과 6년이 지난 2007년 현재 매출액 10조 원, 자산 규모 7조 4,500억 원에 이르는 대기업 집단으로 성장시킨 것이다.²⁾

STX가 이렇게 단기간에 초고속 성장할 수 있었던 것은 강회장의 대담한 기업가 기질과 용의주도한 M&A 전략에 다 때마침 불어 닥친 세계적인 조선 및 해운경기 호황이 맞물린 것이 주효했다. 강 회장은 2001년 법정관리 중이던 대동조선(현 STX조선)을 1천억 원에 인수한 데 이어, 2002년 산단에너지(현 STX에너지)를 500억 원에 인수하고, 2004년 4,300억 원을 들여 범양상선(현 STX팬오션) 등을 계속 사들임으로써 선박엔진 제조에서 시작하여 조선, 해운 등 관련 산업으로 그룹을 수직계열화 시킬 수 있었

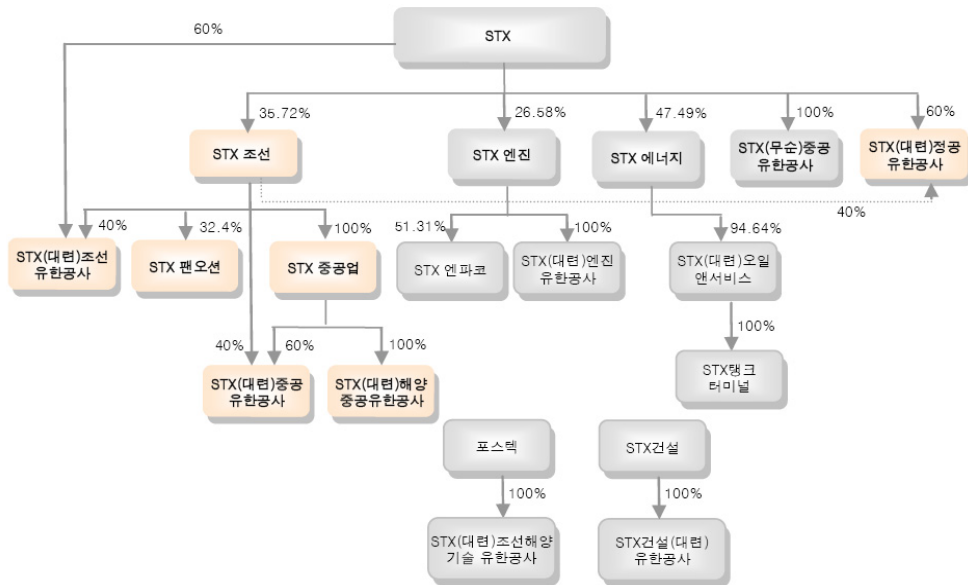
1) Aker Yards ASA사의 주당 인수금액은 NOK 97이며, 이는 인수발표 직전일 종가인 NOK 70.5에 37.6% 프리미엄을 제공한 가격이다. 인수가격은 Aker Yards ASA사 2006년 EBITDA의 7.7배 수준으로 파악된다.

2) 출처: www.stxship.co.kr, www.stx.co.kr.

다. 강회장은 특히 “대내외 기업환경이 너무나 빨리 변화하기 때문에 신속하게 대응 하지 않으면 경쟁에서 도태될 수밖에 없다”는 속도경영을 지론으로 삼고 있다. 예컨대, STX조선을 인수한지 2년 만에 경영정상화를 이뤄 증권선물거래소에 상장시켰으며, 17년 간의 법정관리 끝에 인수한 STX팬오션을 국내기업 최초로 싱가포르 증권거래소에 상장시켰다.

STX가 발 빠른 M&A를 통해 이제껏 성장했지만 이는 단순히 문어발식 사업 확장이 아니라 관련사업 위주로 수직계열화를 구축하여 시너지 극대화를 도모하고 있다는 점이 다르다. 계열화의 정점에 해운물류 부문의 중심인 STX팬오션이 있고, 그 밑으로 조선·기계 부문

에 해당하는 STX조선(선박 건조), STX엔진 및 STX중공업(엔진 제조), STX엔파코(엔진부품 제작) 등의 순으로 연결되는 구조다. 선택과 집중의 원칙에 따라 자신의 전문분야에서 그룹의 역량을 구축한 결과 현재는 2001년 출범 당시에 비해 그룹의 매출은 34배, 자산은 16배, 수출이 78배나 증가하여 국내 5대 중공업그룹으로 자리매김하였다. 이에 강회장은 최근 기업의 목표를 ‘국내 5대 중공업그룹’에서 ‘세계 메이저 조선기계 그룹’으로 확대함으로써 월드 베스트기업으로 도약하자고 새로운 비전을 제시하였다. 강회장은 해운·물류, 조선·기계, 에너지·건설 등 세 축을 중심으로 그룹을 육성해 매출액을 2007년 10조



[그림 1] STX그룹의 지분구조

원에서 2010년 20조 원으로 확대한다는 목표를 천명하였다. 이러한 그룹 성장전략의 핵심에 STX조선이 위치하고 있다.

Ⅲ. 조선경기, 30년만의 대호황

전 세계 조선산업은 현재 선가와 발주량 모두 최고치를 기록하여 2003년부터 현재까지 5년째 초호황을 이어가고 있다. 과거 조선업계의 경기 사이클이 5년 주기로 반복되었지만 현재의 상황은 다음과 같은 요인에 의해 보다 장기화할 것으로 보인다.

- 1) 선박의 교체시기가 평균 25~30년 정도 임을 감안할 때 당분간은 1970년대에 발주되었던 선박들이 대규모 교체될 시기이다.
- 2) 과거의 조선시장은 탱커선, 벌커선, 컨테이너선에 의해 주도되었으나, 2000년대에 들어 고유가로 인한 대체에너지와 청정에너지 수요의 급증으로 LNG선 시장규모가 증가하고, 심해원유 및 가스 생산을 위한 부유식 해양 프로젝트 시장이 확대되고 있다.
- 3) BRICS 특히 중국이 전 세계 교역의 중심축으로 떠오르면서 항로가 길어지고 다변화되어 해상물동량이 급증하였다. 이에 따라 기존의 교체수요 외에 대형선 위주의 신규수요가 급증

하고 있다.

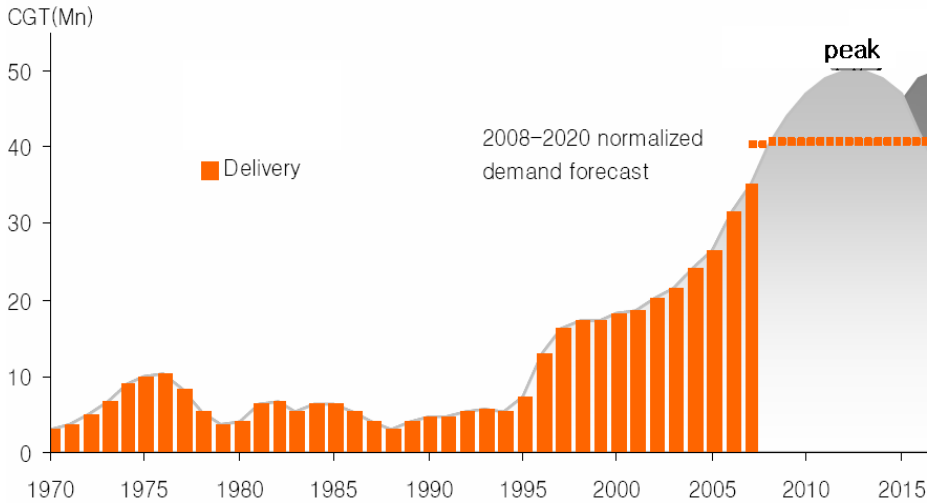
- 4) 끝으로 단일선체 탱커의 이중선체 전환 및 CSR(공통구조규칙) 등의 선박규제 강화정책으로 선박 해체량과 교체수요가 더욱 확대되고 있다.

한편 공급측면에선 세계 각국이 건조능력을 확장 중이지만 그 중에서도 중국은 2015년 세계 1위를 목표로 해마다 공격적인 조선설비 확장을 추진하고 있어서 2012년 이후에는 대부분의 공급확대 투자가 마무리될 전망이다. 그러나 당분간 생산성 향상과 공정관리 개선은 설비 확장 속도를 따라가지 못해 실질적인 건조능력 확대는 다소 지연될 수 있기 때문에 공급과잉에 대한 우려는 2012년 이후에 본격화될 것이다. 따라서 현재의 조선경기 호황 국면은 [그림 2]에서 보듯이 적어도 탱커선의 수요가 감소하고 공급과잉이 우려되는 2012년까지는 지속될 것으로 예상된다.³⁾

Ⅳ. STX조선

STX조선은 1967년 설립된 동양조선공업(주)에서 출발하여 1973년 국내 최초의 컨테이너 전용선(2천 톤급)을 건조한 대동조선(주)을 2001년 10월 (주)STX가 인수하여 2002년 1월 STX조선 주식회

3) 출처: 미래에셋증권 분석보고서, 2007. 11. 20.



자료: Clarkson, 미래에셋증권.

[그림 2] 세계 조선경기 예측

사로 사명을 변경하면서 새롭게 출범하였다. 경남 진해에 본사를 두고 종업원 수 6천명으로 LNG선, 초대형 유조선(VLCC), 대형 컨테이너선, 자동차운반선(PCTC) 등을 건조하여 선박건조가 전체 매출의 99%를 차지하는 전문조선업체다.⁴⁾ 최근 5년 간 연평균 매출성장률이 42%에 이르러 2007년도 매출규모가 2조 원에 달할 것으로 기대되며 2008년도에는 매출액 3조 원을 목표로 설정할 만큼 빠르게 성장하고 있다.

구체적 영업실적 면에서 최근 조선해운시장의 호황에 따라 동사는 2004년 54척, 2005년 48척, 2006년 77척을 수주

하였으며, 수주량 기준으로는 2004년 146만 톤에서 2006년 361만 톤으로 150% 증가하여 국내 시장점유율 5위를 기록하였다(<표 1> 참조). 수주선박구성에 있어서도 기존의 Tanker선 위주에서 벗어나 Container선, LPG선, LNG선 등 고부가가치 모델로 전환하고, 선가 시황을 고려하여 최대의 이익을 실현할 선박을 선별적으로 수주하기 위해 노력하고 있다(<표 2>). 또한 건조 실적에 있어서도 2003년 20척 건조에서, 2005년에는 육상건조 공법과 부산조선소의 가동으로 33척의 선박을 건조하였고, 2006년에는 47척의 선박을 건조하여 건조생산성이 향상되고 있다.⁵⁾

4) 2009년 3월 조선업 외에 해양사업을 가화하는 차원에서 사명을 STX조선해양(주)으로 변경하였음.

5) STX조선 2006년도 사업보고서, 증권선물거래소 전자공시시스템.

<표 1> 수주량 기준 국내조선사의 시장점유율

(단위: 천GT, %)

| 구 분 | 2006년 | | 2005년 | | 2004년 | |
|---------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
| | 수주량 | 점유율 | 수주량 | 점유율 | 수주량 | 점유율 |
| STX조선 | 3,610 | 10.7 | 1,262 | 6.6 | 1,456 | 5.7 |
| 현대미포조선 | 2,196 | 6.5 | 1,805 | 9.4 | 2,484 | 9.7 |
| 현대중공업 | 10,450 | 31.1 | 5,781 | 30.0 | 6,953 | 27.0 |
| 대우조선해양 | 4,702 | 14.0 | 3,739 | 19.4 | 5,549 | 21.6 |
| 삼성중공업 | 6,098 | 18.1 | 3,109 | 16.1 | 5,007 | 19.5 |
| 현대삼호중공업 | 4,252 | 12.6 | 2,071 | 10.7 | 2,775 | 10.8 |
| 한진중공업 | 1,178 | 3.5 | 1,117 | 5.8 | 1,114 | 4.3 |
| 기타 | 1,170 | 3.5 | 395 | 2.1 | 397 | 1.5 |
| 합계 | 33,656 | 100.0 | 19,279 | 100.0 | 25,735 | 100.0 |

자료: 한국조선공업협회, Clarksons.

<표 2> STX조선의 선박 유형별 매출구성
(단위: 억 원)

| | 종 류 | 2006 | 2005 | 2004 |
|----|-----------|--------|-------|-------|
| 선박 | Tanker | 11,822 | 9,084 | 7,120 |
| | Bulker | 29 | 1,431 | 10 |
| | Container | 3,912 | 592 | 435 |
| | 가스운반선 | 251 | 3 | 456 |

1. 재무분석

STX조선은 2006년도 말 현재 총자산 19,940억 원, 매출총액 16,392억 원, 당기 순이익 412억 원의 경영성과를 거두었다. 매출규모는 2004년도 실적치의 2배나 될 만큼 단기간에 급증하였으나 2004, 2005년도에는 매출원가가 매출액을 초과하는 비정상적인 현상을 보였다. 그러나 2004년도에는 영업외수익으로 영업

손실을 보전하여 순이익은 흑자를 유지할 수 있었지만 2005년에는 대규모 영업외수익에도 불구하고 결국 61억 원의 적자를 기록하였다(<표 3> 참조).

2005년도 적자 발생의 원인은 원화 평가 절상에 따라 외화 매출액이 감소한 반면 강재를 비롯한 원자재 가격의 급격한 상승에 기인하였다. 원자재 가격상승은 2003년 하반기 이후 중국의 건설경기 과열과 국제 철강 원재료 가격의 상승 때문이었는데, POSCO 등 국내 제철소의 생산 증대와 더불어 중국 제철소의 본격 가동으로 2004년 하반기를 정점으로 가격이 안정되었다. 이와 함께, 2006년도에는 생산성 향상 및 수주 단가 상승분이 반영되어 흑자전환을 이루었다.

<표 4>는 STX조선의 연도별 각종 재무비율을 조선업평균 및 비교기업 비율과

<표 3> STX조선의 최근 3개년 요약재무제표

대차대조표

(단위: 억 원)

| 구 분 | 2006. 12 | 2005. 12 | 2004. 12 |
|-----------|----------|----------|----------|
| [유동자산] | 8,383.4 | 6,360.6 | 6,217.3 |
| · 당좌자산 | 7,445.7 | 5,503.1 | 5,702.6 |
| · 재고자산 | 937.7 | 857.5 | 514.7 |
| [고정자산] | 11,557.0 | 10,506.1 | 8,994.2 |
| · 투자자산 | 5,922.7 | 5,144.4 | 3,979.7 |
| · 유형자산 | 5,522.5 | 5,329.8 | 4,991.0 |
| · 무형자산 | 111.8 | 31.9 | 23.4 |
| 자산총계 | 19,940.3 | 16,866.6 | 15,211.5 |
| [유동부채] | 7,135.0 | 6,146.9 | 4,435.3 |
| · 매입채무 | 566.0 | 824.0 | 673.0 |
| · 단기차입금 | 0.0 | 0.0 | 630.0 |
| · 유동성장기부채 | 735.1 | 294.3 | 238.2 |
| [고정부채] | 7,330.3 | 6,898.5 | 7,554.0 |
| · 사채 | 0.0 | 1,855.0 | 2,005.0 |
| · 장기차입금 | 1,123.3 | 2,615.2 | 2,978.3 |
| 부채총계 | 14,465.3 | 13,045.4 | 11,989.3 |
| [자본금] | 1,800.0 | 1,493.7 | 1,149.0 |
| [자본잉여금] | 2,197.6 | 1,352.7 | 654.3 |
| · 자본준비금 | 1,914.1 | 1,069.2 | 370.8 |
| · 재평가적립금 | 283.5 | 283.5 | 283.5 |
| [이익잉여금] | 1,072.5 | 805.4 | 1,030.8 |
| [자본조정] | 404.9 | 169.4 | 388.2 |
| 자본총계 | 5,475.0 | 3,821.3 | 3,222.3 |

주) 2006년 3월 보통주 액면가 5,000원에서 2,500원으로 액면분할 실시.
2006년 말 현재 발행주식 수는 7,200만주.

손익계산서

(단위: 억 원)

| 구 분 | 2006. 12 | 2005. 12 | 2004. 12 |
|----------|----------|----------|----------|
| 매출액 | 16,392.2 | 11,479.1 | 8,149.5 |
| 매출원가 | 15,901.7 | 12,866.4 | 8,923.8 |
| 매출총이익 | 490.4 | -1,387.3 | -774.3 |
| 판매비와 관리비 | 325.7 | 221.2 | 192.1 |
| 영업이익 | 164.7 | -1,608.5 | -966.5 |
| 영업외수익: | 953.8 | 1,964.3 | 1,666.6 |
| 이자수익 | 66.6 | 36.7 | 75.4 |
| 파생상품관련이익 | 308.5 | 474.0 | 1,173.9 |
| 지분법이익 | 246.9 | 1,129.1 | 83.4 |
| 영업외비용: | 631.0 | 535.8 | 354.7 |
| 이자비용 | 155.2 | 168.2 | 96.3 |
| 파생상품관련손실 | 201.4 | 257.0 | 176.6 |
| 외환차손 | 259.0 | 93.8 | 25.4 |
| 경상이익 | 487.6 | -180.1 | 345.3 |
| 법인세비용 | 75.7 | -119.2 | 103.8 |
| 당기순이익 | 411.9 | -60.9 | 241.5 |

<표 4> STX조선의 재무분석

(단위: %, 활동성비율은 배)

| | 2004. 12 | 2005. 12 | 2006. 12 | 비교기업 비율 |
|-----------|--------------|--------------|--------------|---------|
| <수익성비율> | | | | |
| 총자본순이익률 | 2.0(1.9) | -0.4(1.5) | 2.2(3.7) | 1.1 |
| 자기자본순이익률 | 7.9(6.3) | -1.7(5.3) | 8.9(13.6) | 3.9 |
| 매출액순이익률 | 3.0(2.3) | -0.5(1.7) | 2.5(4.1) | 1.1 |
| 매출액영업이익률 | -11.9(0.1) | -14.0(0.9) | 1.0(3.6) | -3.1 |
| 매출액총이익률 | -9.5(5.6) | -12.1(5.8) | 3.0(8.3) | 1.7 |
| 금융비용부담률 | 1.2(1.0) | 1.5(0.8) | 1.0(0.6) | 0.6 |
| <안정성비율> | | | | |
| 자기자본비율 | 21.2(30.1) | 22.7(27.3) | 27.5(27.5) | 26.9 |
| 부채비율(D/E) | 372.1(232.4) | 341.4(266.8) | 264.2(263.5) | 271.4 |
| 차입금의존도 | 25.3(10.4) | 17.3(10.9) | 9.3(9.0) | 5.4 |
| 유동비율 | 140.2(200.8) | 103.5(224.7) | 117.5(221.0) | 81.8 |
| 당좌비율 | 128.6(74.2) | 89.5(68.7) | 104.4(75.7) | 65.5 |
| <활동성비율> | | | | |
| 총자산회전율 | 0.69(0.84) | 0.72(0.87) | 0.89(0.92) | 0.96 |
| 매출채권회전율 | 3.77(4.54) | 4.86(5.12) | 6.33(5.56) | 4.36 |
| 재고자산회전율 | 24.1(12.5) | 16.7(12.6) | 18.3(13.6) | 9.72 |
| <성장성비율> | | | | |
| 매출액증가율 | 21.1(13.8) | 40.9(16.2) | 42.8(17.8) | 14.6 |
| 총자산증가율 | 79.5(17.5) | 10.9(5.3) | 18.2(21.6) | 13.3 |
| 자기자본증가율 | 11.6(15.0) | 18.6(-0.7) | 43.3(22.9) | 11.3 |

주) () 안의 값은 산업평균 비율임.

비교기업 비율은 STX조선과 외형규모가 유사한 대우조선해양의 2006년도 비율임.

비교하고 있는데, 이를 이용해 동사의 경영 상태를 보다 상세히 분석해 보자.

먼저 STX조선의 수익성은 투하자본이나 매출액 대비 모두 조선업계의 평균 수준보다 저조한 것으로 평가된다. 2004년도에는 산업평균 수준을 유지하였으나 2005, 2006년도에는 아직 산업평균에 못 미치고 있으며 다만 비교기업보다

는 양호한 것으로 나타났다. 그런데 보다 중요한 점은 앞서 지적되었듯이 매출액총이익률과 영업이익률이 산업평균보다 지속적으로 저조하다는 사실이다. 이는 동사가 그간 부가가치가 상대적으로 낮은 저가선박 위주의 영업에 치중해 왔기 때문인바 앞으로는 기술력을 토대로 고부가가치 선박비중을 늘리는 등 영업

부문의 효율성 제고에 힘써야 하겠다. 영업이익은 영업외이익이나 특별이익보다 기업가치 창출에 보다 중요한 영향을 미친다는 점에서도 영업이익의 개선이 중요하다. 지난 3년 간 영업외이익이 영업이익보다 당기순이익에 더 큰 영향을 미쳤다는 점에서 이익의 질이 바람직한 상태라고 볼 수는 없다.

안정성 측면에서는 장기지급능력을 판단하는 데 사용되는 레버리지비율이 2004도년 이래 개선되어 온 결과 2006년도에는 산업평균 수준으로 회복되었다. 다만 비교기업에 비해 차입금의존도(= 차입금/총자본)가 높은 편이지만 차입금의 절대규모가 급감하고 있고 관련된 순금융비용(= 이자비용 - 이자수익)이 매출액의 0.5% 정도로 그다지 우려할 수준은 아닌 것으로 보인다. 한편 유동성비율의 하나인 유동비율이 산업평균에 크게 미달하여 얼핏 단기지급능력에 문제가 있는 듯이 보이나 다른 한편으로 당좌비율은 오히려 산업평균보다 높다. 또한 유동비율과 당좌비율 모두 비교기업보다 높기 때문에

동사의 유동성은 양호한 것으로 판단된다.

보유자산의 효율적 활용도를 나타내는 활동성비율에 있어서 총자산회전율은 그간 산업 및 비교기업 평균에 못 미쳤으나 최근에는 평균수준에 근접하여 총자본의 생산성이 개선되었다. 매출채권회전율은 양호한 수준이며, 특히 재고자산회전율이 다른 비교대상보다 월등히 높은 것은 동사의 운전자본관리가 효율적으로 이루어지고 있음을 의미한다.

성장잠재력을 나타내는 성장성비율 중 매출증가율은 산업평균의 2~3배에 이를 만큼 높으며, 총자산증가율과 자기자본증가율도 매우 높은 수준으로 유지되고 있어서 성장성은 국내조선업계에서 최고라고 할 수 있다. 간단히 말해서, STX조선의 재무적 평가는 성장성은 매우 뛰어나지만 수익성에는 개선의 여지가 많은 상태라고 하겠다. 동사에 대한 주식시장에서의 평가를 알아보기 위한 시장가치비율로써 국내 조선사들에 대한 PBR, PER과 EV/EBITDA를 <표 5>에 제시하였다.

<표 5> 2006년도 국내 주요 조선사의 시장가치비율

(단위: 배)

| | STX조선 | 현대미포조선 | 현대중공업 | 삼성중공업 | 대우해양조선 |
|-----------|-------|--------|-------|-------|--------|
| PBR | 1.6 | 1.7 | 1.9 | 2.1 | 3.4 |
| PER | 16.7 | 8.3 | 9.5 | 30.1 | - |
| EV/EBITDA | 23.1 | 9.2 | 7.6 | 17.3 | - |

주) 각 비율 값은 2006년도 평균주가(최고와 최저의 평균)를 기준으로 계산.

EV는 기업가치, EBITDA는 이자비용, 법인세, 감가상각비 차감 전 영업이익.

PER이 주주이익과 주가를 비교한 것이라면 EV/EBITDA는 기업에 대한 영업 현금흐름과 기업가치를 비교하는 비율이라는 점이 다르다. 특히 EV/EBITDA는 감가상각비, 법인세, 금융비용, 특별손익의 영향을 받지 않기 때문에 재무구조나 회계처리방식이 다른 기업들 간의 비교에 적합하다. STX조선의 PER과 EV/EBITDA 비율이 다른 회사보다 훨씬 높게 나타난 것은 세계 최대 조선사인 현대중공업이나 그 자회사인 현대미포조선에 비해 동사의 성장가능성이 높다는 점이 주가에 반영된 것으로 분석된다.

2. 가치평가

STX조선의 가치평가를 위해서는 자체 조선소의 영업성과에 기초한 사업가치 뿐 아니라 STX팬오션(지분율 32.4%), STX중공업(지분율 100%), 대원조선소(지분율 40%) 등 자회사로부터의 지분법이익을 반영해 주어야 한다. 기업가치를 측정하기 위한 기준점은 2009년으로 설정하는데, 그 이유는 현재의 선박가격, 수주성과 등이 실적에 반영되는 시점이 대략 2009년 이후고, 또한 STX중공업과 STX대원조선소가 본격 가동되어 실적을 창출할 것으로 예상되는 시점은 2009년부터이기 때문이다.

동사의 기업가치는 다음과 같이 3부분의 합으로 측정한다.

첫째, 사업가치는 EV/EBITDA 비율을 이용해서 상대가치법으로 평가한다. 즉, 2009년도 자체 조선소로부터의 예상 EBITDA에다 EV/EBITDA 비율의 시장평균에 해당하는 6배(5~7배)를 곱해서 2009년도 말 시점의 사업가치를 구한다. 그리고 이 사업가치를 가치평가시점인 2007년 말로 할인하여 현재의 사업가치를 구한다. 이 때 할인율로는 STX조선의 가중평균자본비용 9%를 적용한다.⁶⁾ 둘째, 비사업자산에 해당하는 자회사의 투자유가증권 가치는 공개기업의 경우는 분석시점(2007년 말)의 시장가치로, 비공개기업의 경우는 장부가로 반영한다. 셋째, 지분율 20%를 초과하는 지분법 평가대상 기업에 대해서는 2009년도 지분법이익을 추정해 다음 이것을 자본비용 9%로 할인하여 현재가치를 구한다.

(1) 사업가치

2007년도 선박건조 실적은 2006년도와 같은 수준으로 예상하지만 선박가격 상승에 따라 매출액 20,000억 원, 영업이익 900억 원으로 영업이익률이 4.5%로 예상된다(<표 6> 참조). 2008년도에는 건조 실적이 약간 증가하여 52척을 건조하는데 그치지만 이전보다는 고부가가치 선박의 구성비율이 높아져서 영업이익은 1,300억 원, 영업이익률은 5%로 수익성

6) 출처 <http://kr.stock.yahoo.com/sise/st05.html?sub=3&code=067250>.

이 개선될 것으로 예상된다. 2009년도는 2008년에 도입한 Floating Dock이 본격 가동됨에 따라 건조 척수가 70척으로 급증하면서 매출이 크게 증가하여 2009년 매출은 33,000억 원에 이를 전망이다, 영업이익은 1,980억 원, 영업이익률은 6%에 달할 전망이다. 2009년도 EBITDA 2,160억 원에 EV/EBITDA 비율의 평균치 6배를 적용하면 2009년도 말 사업가치는 12,960억 원이 되고, 이를 평균자본비용 9%로 할인하여 2007년 말 사업가치로 환산하면 10,908억 원으로 추정된다.

(2) 투자유가증권 가치

자회사 중 STX팬오션은 2007년 9월 21일 증권선물거래소에 상장되었으며 2007년 말 현재 주가는 평균 2,000원 수준이다(2006년 회계년도 주당장부가치는 475원). 그 밖의 자회사 지분가치는 다음 <표 7>과 같이 장부가치로 측정한다.

(3) 지분법이익 평가

STX조선의 2007년도 지분법이익은 1,650억 원으로 추정되며 이것은 2009년도까지 매년 25%씩 증가할 것으로 예상

<표 6> STX조선의 영업성과 추정

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(억) | 16,392 | 20,000 | 26,000 | 33,000 |
| 영업이익(억) | 165 | 900 | 1,300 | 1,980 |
| 영업이익률(%) | 1.0 | 4.5 | 5.0 | 6.0 |
| EBITDA(억) | 496 | 1,250 | 1,550 | 2,160 |

주) 2006년도는 실적치, 2007년 이후는 추정치임.

<표 7> STX조선의 자회사 투자지분 가치 평가

| 자회사 | 수 량 | 시가 및 장부가액 (단위: 억 원) |
|-----------|--------------|------------------------|
| STX팬오션(주) | 667,576,400주 | 13,352 |
| STX중공업(주) | 19,712,200주 | 1,234 |
| STX에너지(주) | 2,199,360주 | 392 |
| 한국선박운용(주) | 400,000주 | 25 |
| 합 계 | | 15,003 |

주) STX팬오션은 2007년 말 시장가격(주당 2천원)로 평가하고, 나머지는 2006년도 결산 장부가치로 평가한 것임.

한다. 자회사들이 해운·조선으로 수직 계열화 되어 있으며, 특히 STX중공업은 STX조선이 선박엔진의 안정적 조달을 위해 설립한 100% 자회사로서 2008년부터는 STX조선이 필요로 하는 대형엔진 제작에 주력하는 체제가 안정될 것이다. 따라서 자회사의 지분법이익은 STX조선의 2006~2009년 사이의 매출액성장률과 비슷한 증가율을 보일 것으로 가정하여 지분법이익은 2008년도 2,063억 원, 2009년도 2,578억 원으로 추정한다. 2009년도 지분법이익 2,578억 원이 그 후에도 지속된다고 가정할 경우 이것은 납세후 기준으로(법인세율 20% 가정) 매년 2,062억 원을 순이익에 기여하는 셈이다. 세후지분법이익을 9% 자본비용으로 자본화하면 22,916억 원(2009년 말 기준)이 되고, 이를 다시 현재가치로 할인하면 $19,288[= 2,063/(0.09)(1.09)^2]$ 억 원이 된다 (<표 8> 참조).

<표 8>에서 평균 예측의 경우 STX조선의 기업가치는 위 (1), (2), (3) 항의 값을 합한 45,199억 원이며, 여기에서 2007년도 말 차입금과 선수금 총액 13,135억 원을 차감한 32,064억 원이 주주가치다. 보통주 발행주식수는 7,200만주이므로 주당내재가치는 44,533원으로 추정되었다. 분석과정에서 이용된 추정변수의 민감도를 점검하기 위해 EV/EBI TDA 비율(비관적 5배, 낙관적 7배) 및 자본비용(비관적 11%, 낙관적 8%)을 각각 변경시켜 적용한 경우 내재가치는 최저 35,900원에서 최고 51,290원의 범위에 속하는 것으로 나타났다.

V. 결론

국내 조선업은 세계적인 조선경기 호황과 중국경제의 급성장으로 수주량 세계

<표 8> STX조선 주식의 내재가치평가

| | 평균 예측 | 낙관적 예측 | 비관적 예측 |
|--------------------------|-----------|-----------|-----------|
| (1) 사업가치 | 10,908억 | 12,963억 | 8,766억 |
| (2) 자회사지분가치 | 15,003 | 좌동 | 좌동 |
| (3) 지분법이익가치 | 19,288 | 22,098 | 15,214 |
| (4) 차입금 총액 | 13,135 | 좌동 | 좌동 |
| 주주가치 {= (1)+(2)+(3)-(4)} | 32,064억 원 | 36,929억 원 | 25,848억 원 |
| 주당내재가치 | 44,533원 | 51,290원 | 35,900원 |

주) 평균 예측의 가정: EV/EBITDA비율 = 6배, 자본비용 = 9%.

낙관적 예측의 가정: EV/EBITDA비율 = 7배, 자본비용 = 8%.

비관적 예측의 가정: EV/EBITDA비율 = 5배, 자본비용 = 11%.

1위의 조선강국으로 부상하며 최근에는 우리나라의 경제성장을 이끄는 견인차 역할을 담당하고 있다. 일례로 세계 최대의 조선업체인 현대중공업은 2007년도 한 해 동안 주가가 4배 이상 상승하여 한 때는 주식의 시가총액이 40조 원을 상회할 만큼 성장가치를 높게 평가받았다. 이에 본 사례연구에서는 우리나라 조선업계에서 떠오르는 별이라 일컬어지는 STX조선을 대상으로 재무분석과 함께 주식의 가치평가를 시도해 보았다. STX조선을 선정한 계기는 동사가 단기간에 해운조선 분야의 수직계열화를 이룩한 STX그룹의 핵심기업으로 주목받고 있을 뿐 아니라 최근에는 해외의 크루즈선 전문업체를 인수함으로써 그동안 국내 기업들이 명함을 내밀지 못했던 고부가가치 시장에 진출할 돌파구를 선점하였기 때문이다.

다만 이러한 M&A의 시너지효과를 아직은 구체화하기 이르기 때문에 본 사례에서는 가치평가에 고려하지 못했다. 또한 중국 대련에 조선소를 비롯한 현지법인 투자를 활발히 추진 중인데 아직은 실적이 가시화되기 전이라 가치평가에서 생략하였다. 동사의 이와 같은 신규시장 진출은 장기적으로 STX조선의 성장 전략을 강화시키는데 크게 기여할 수 있을 것이다.

VI. 에필로그

예측 당시에 고려하지 못한 사건들의

발생 때문에 예측과 실재는 차이날수 밖에 없다. 본 사례에서 다른 기업가치 평가 실습도 예외일 수 없다. 경험상 조선업계의 경기 사이클은 5년 주기로 반복되는 경향이 있다. 2003년 이후 중국의 급속한 산업화에 따른 해상물동량 증가와 탱커의 이중선체 의무화 등에 힘입어 식을 모르던 조선경기 호황은 2008년 글로벌 금융위기를 계기로 갑자기 막을 내렸다. 금융부문에서 시작된 위기가 세계적 경기침체로 확산됨에 따라 글로벌 물동량이 감소하고 이는 다시 해운경기 하락을 가속화시켜 조선 수요가 급락하였다. 호황기에 연평균 20%씩 증가하던 신규조선 발주물량이 2008년에는 40%나 감소했을 뿐 아니라 전 세계적으로 400여척의 발주계약이 취소되기에 이르렀다. 한편 공급 측면에서는 호황기 동안 세계 각국이 경쟁적으로 건조능력을 확장한 결과, 공급능력 초과로 선박가격이 하락하여 2009년에는 신규조선 가격 지수가 고점 대비 15% 가까이 하락하였다. 극심한 조선경기 침체는 2011년 이후에나 회복될 가능성이 있지만 2006년도 이전 수준으로 발주량이 회복되면 상당한 시간이 소요될 것으로 전망된다.

조선과 해운 분야에 집중해온 STX로서는 다른 조선사들에 비해 이러한 경기침체의 영향에 더 취약할 수 있다. 해운경기 자체뿐 아니라 침체가 장기화할 경

우 선수들이 선박인수를 미룰 가능성이 있는데다가 신규수주가 부족하면 그동안 받아 둔 선수금이 고갈되어 그룹전체가 유동성 위기를 맞을 수 있기 때문이다.⁷⁾ 더구나 STX조선해양은 경쟁이 심한 벌크선과 중형선박의 비중이 높기 때문에 타사들에 비해 영업이익률이 낮은 편이다.⁸⁾ 고부가가치 선박 제조사로의 전환을 추진 중이긴 하지만 아직은 초기단계에 머물고 있다. 이러한 요인들로 인해 사례분석 시점 이후의 동사의 주가는 사례에서 추정된 주식가치보다 상대적으로 크게 하락하여 2008년 중 10,550~50,000 원 사이에서 변동하였다.

참고문헌

- [1] 강효석, 박남희, “엔씨소프트의 공모주 가치평가 사례”, 「경영교육연구」, 제7권, 제1호(2003).
- [2] 강효석, 이원흠, 조장연, 「기업가치평가론」, 제4판, 홍문사, 2005.
- [3] 2006 기업경영분석, 한국은행, 2007.
- [4] “조선산업 분석보고서”, 미래에셋증권, 2007. 8.
- [5] “STX조선 분석보고서”, 굿모닝 신한증권, 2007. 8.
- [6] “STX조선 사업보고서”, 증권선물거래소 전자공시시스템.
- [7] “STX의 미래”, 이코노미플러스, 2009. 8.

7) 2008년 말 기준으로 STX조선해양의 현금성 자산은 2,000억 원 수준으로 현대중공업(6,700억 원), 삼성중공업(3,400억 원), 대우조선해양(2,700억 원) 등에 비해 적은 편이어서 자본시장에서 우려하는 시각이 있었다.

8) 주요 조선사의 영업이익률 추이

| 연도 | STX 조선해양 | 현대 중공업 | 삼성 중공업 | 대우조선 해양 |
|------|-------------|-----------|-----------|------------|
| 2007 | 4.5 % | 11.3 % | 5.4 % | 4.3 % |
| 2008 | 3.1 | 11.1 | 7.1 | 9.3 |