



값이가 다른 분석, 치원이 다른 서비스 **이재원**입니다.

☎ (02)3770-3550 ✉ jaewon.lee@tongyang.co.kr



기계

안살도 M&A, 파급효과 점검



Why This Report

최근 이탈리아 발전업체 안살도와 관련한 뉴스들이 자주 등장하고 있습니다. 특히 얼마전 두산건설 지원문제로 주가에 타격을 받은 두산중공업이 다시금 뉴스의 한가운데에 서있는 상황입니다. 재무상태도 좋지 않은데 왜 다시 M&A를 검토하는지 이해되지 않을수도 있으나, 다시 오지 않을 기회이기도 합니다. 안살도 문제 어떻게 평가해야 할까요? 자료를 통해 확인해 보시죠.

종목	투자이건	목표주가 (원)
두산중공업	BUY	61000

Investment Point

안살도 매각 진행과정

- ▶ 대주주인 이탈리아 국영 방산업체 Finmeccanica의 재무구조 개선 위해 오래전부터 매각 추진중. 2010년 미쓰비시중공업과 매각협상, 2011.6월에는 미국계 사모펀드 First Reserve에 지분 45%를 매각하는데 성공. 2012년 하반기부터 지멘스를 상대로 나머지 지분 55% 매각 시도중
- ▶ 그러나, 매각 여부는 아직 불투명. 최근 CEO가 해임되면서 불확실성이 높아졌고, 이탈리아 노총의 반대가 정치권에서 받아들여질 가능성도 배제할 수 없음. 이탈리아 총선 2/24~25일 이후에나 방향성 정해질 듯. 두중, 삼성테크윈 모두 지난 2/15일 조희공시 답변을 통해 인수 검토중임을 공식적으로 밝힌 상태임

안살도는 어떤 회사인가?

- ▶ ①발전 EPC(가스복합화력), 기자재제작(Gas Turbine, Steam Turbine, Generator 등), ②발전정비/서비스, ③신재생 등 다양한 사업영역을 구축하고 있음. 특히 가스발전 부문에서 상당히 높은 경쟁력 보유. 가스터빈 시장 점유율은 4%로 6위를 점하고 있음. 메이저 4사(GE, 지멘스, 미쓰비시, 알스탐) 제외시 상위권
- ▶ 100% 자회사 안살도원자력을 통해 ①원전 EPC, ②주기기, BOP 제작, ③원전해체 등 사업진행중. AP1000, VVER, CANDU 등 다양한 원전모델을 소화할 수 있다는 장점이 있으나, 매출액은 두중 원전매출의 3%로 극히 미미한 수준

안살도 인수 파급효과는?

- ▶ 두산중공업의 경우, ①안살도 인수는 글로벌 Top tier 발전업체로 도약하는데 결정적 기회가 될 것으로 전망됨. 원전, 석탄화력과 달리 가스터빈 시장에선 존재감 극히 미미. 높은 진입장벽으로 어려움 겪고 있음. ②원전부문에선 고객 다변화의 기회가 될 수 있음
- ▶ 삼성테크윈의 입장에선 진입장벽 높은 발전시장에 진입할 수 있는 절호의 기회가 될 전망. 다만, 안살도원자력의 미약한 경쟁력을 감안하면, 원전부문에서 두산중공업과 경쟁하기까지는 많은 시간이 필요할 것으로 전망됨
- ▶ 현재 언론상에서 거론되는 매각가격(55% 지분기준) 13~15억불은 매우 높아 보임. 순이익의 곱점 기준으로 PER 26~30배에 이르는 수준. PER 17~20배인 8~10억유로가 적정 가격으로 판단됨. 두중의 경우, 재무부담은 있으나, 원천기술 확보를 위한 M&A에 대해선 비교적 긍정적 평가가 많았음. 적정가격에 인수시 주가영향 제한적일 듯

**안살도는 가스터빈 분야에서 높은 경쟁력 보유한 회사
두중 인수시 Top tier 업체로의 도약 결정적 기회 될 듯
원천기술 확보 위한 M&A에 대해선 시장에서도 늘 긍정적 평가**

1. Ansaldo Energia(이하 안살도) 매각 진행과정

두산중공업과 삼성테크윈이 지난 2/15일 조희공시 답변을 통해 "이탈리아 안살도사 인수를 검토중"이라고 공식적으로 밝히면서 향후 전개과정에 관심이 커지고 있다.

모회사 Finmeccanica의
재무구조 개선위해
매각 진행중

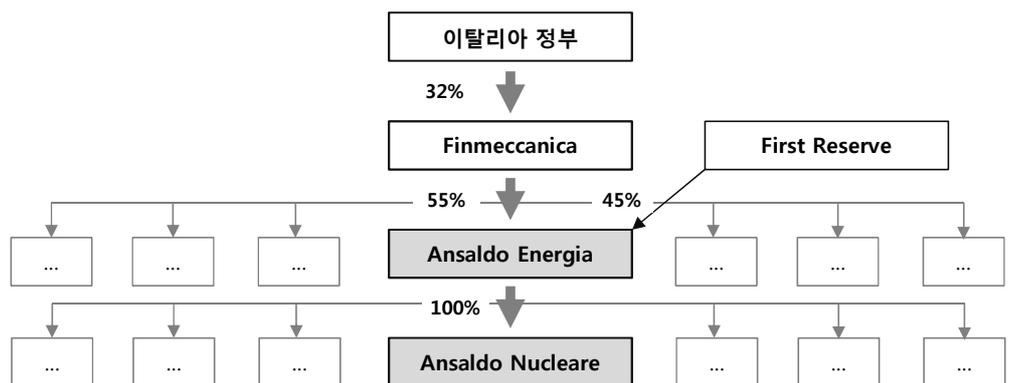
이탈리아 발전 EPC/기자재 전문업체인 안살도는 대주주인 이탈리아 국영 방산업체 Finmeccanica가 재무구조 개선을 위해 오래전부터 매각을 추진중인 상황이다. 2010년에는 미쓰비시중공업과 매각협상을 벌였고, 2011.6월에는 미국계 사모펀드 First Reserve에 지분 45%를 매각하는데 성공하였다(매각가격 12억유로). 2012년 하반기에는 지멘스를 상대로 나머지 지분 55% 매각을 시도하고 있으나 별다른 성과없이 지금에 이르렀다. 지분 55%에 대해 지멘스가 제시한 가격은 13억유로로 알려지고 있다. Finmeccanica는 3Q12말 현재 부채비율이 565%, 순차입금은 48억유로로 전년말의 34억유로대비 크게 증가하는 등 재무구조가 점점 악화되고 있는 상황이어서 안살도 매각이 시급한 것으로 보인다.

매각 여부는 아직 불투명,
CEO 해임+정치적
불확실성

그러나, 안살도 매각이 성사될지 여부는 여전히 불투명하다. 우선, 2011년말 취임 이후 Finmeccanica의 개혁을 주도했던 CEO Giuseppe Orsi가 비리혐의로 지난 2월초 해임되면서 불확실성이 크게 높아진 상황이다. 아울러, 이탈리아 노총은 안살도의 해외매각을 반대하고 있는데, 민주당이 총선에서 승리할 경우 노총의 요구를 수용할 가능성도 배제할 수 없다. 일단은 2/24~25일 이탈리아 총선이 끝나고, 정부의 입장이 어느정도 정리된 이후에나 안살도 매각 일정이 구체화될 것으로 판단된다.

최근 언론보도에 따르면 두산중공업과 지멘스만 입찰에 참여하고, 삼성테크윈은 포기한 것으로 알려지고 있으나, 불과 1주일전 인수 검토중임을 공식적으로 밝힌 만큼 아직 가능성을 열어둘 필요가 있다.

Ansaldo Energia 지배구조



자료: Finmeccanica, 동양증권 리서치센터

2. 안살도는 어떤 회사인가?

안살도는 발전기자재 제작, 발전 EPC, 발전소 정비사업 등에 주력하는 전문업체로서, 150년의 유구한 역사를 갖고 있는 회사이다. 2011년 개별기준 매출액은 12.3억유로(1.7조원), EBIT margin 3.4%(일회성 손실 제거시 10.1%)으로 매출규모는 두산중공업의 해외회사인 DPS 와, 수익성은 두산중공업의 발전사업부와 비슷한 수준이다.

안살도, 가스터빈 시장에서
높은 경쟁력

안살도는 ①발전 EPC(가스복합화력), 기자재제작(Gas Turbine, Steam Turbine, Generator 등), ②발전정비/서비스, ③신재생 등 다양한 사업영역을 구축하고 있다. 2011년 매출액을 기준으로는 발전 EPC+기자재가 72%, 발전정비 서비스 24%, 신재생 4%의 비중을 차지하고 있다. 특히 가스 발전 부문에서 상당히 높은 경쟁력을 보이고 있는데, 02~11년 전세계 가스터빈 시장 점유율은 4%로 6위를 점하고 있다. 메이저 4사(GE, 지멘스, 미쓰비시, 알스톰)를 제외하면 상위권이다. 아울러, 비중국지역, 50Hz, 50MW 이상 가스터빈 시장만을 기준으로하면 지난 2011년의 수주 점유율은 8%(GE 35%, 지멘스 25% 등)로 더욱 높아진다. 1991년 지멘스 라이선스를 받아 사업을 시작하였으나, 지금은 기술적으로 완전히 독립하였으며, 시장지위도 어느정도 확보한 상태로 평가된다.

안살도원자력은 매출 규모
상당히 미미한 수준

한편, 안살도는 100% 자회사 Ansaldo Nucleare(이하 안살도원자력)를 통해 ①원전 EPC, ②주기기, BOP 제작, ③원전해체 등의 원전 사업에도 발을 담고 있다. 안살도원자력의 특징은 가압형(PWR), 비등수형(BWR) 기자재를 모두 제작할 수 있고, AP1000(미 WEC), EPR(프 Areva), VVER(러 Rosatom), CANDU(캐나다 CANDU) 등 다양한 원전모델을 소화할 수 있다는 점이다. 단, 4세대 원전 공사 경험은 없는 상황이다. 아울러, 2011년 매출액은 4,460만유로(640억원)로 2012년 두산중공업 원전 매출액 약2조원에 비교하면 3%에 불과한 수준이다.

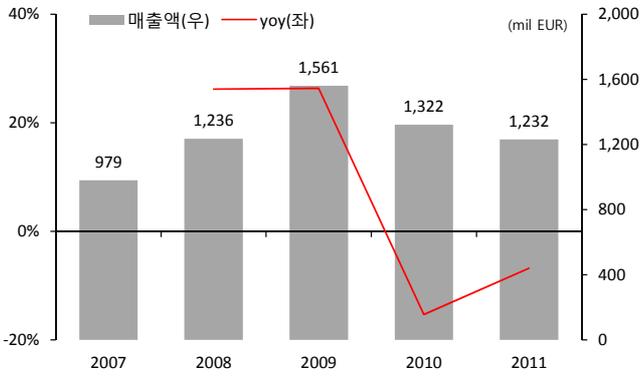
주요 재무제표

(단위: mil EUR)

	Ansaldo Energia(개별)			Ansaldo Nucleare(개별)		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
자산총계	1,559	1,332	1,404	-	-	-
부채총계	1,449	1,238	1,391	-	-	-
자본총계	110	95	14	1.6	2.7	1.2
부채비율	1314%	1307%	10150%	-	-	-
매출액	1,561	1,322	1,232	35.5	45.0	44.6
EBIT	154	140	42	-	-	-
EBIT*	154	146	128	-	-	-
금융비용	14	23	5	-	-	-
세전이익	141	117	37	-	-	-
순이익	83	65	-16	1.1	1.9	0.5
EBIT margin	9.9%	10.6%	3.4%	-	-	-
EBIT margin*	9.9%	11.1%	10.4%	-	-	-

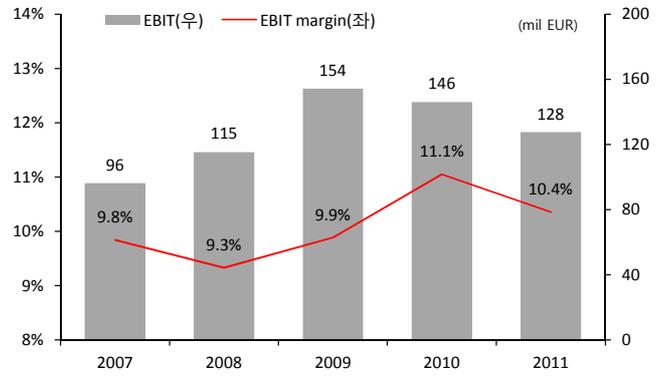
주: *는 일회성 비용 제거시 이익 / 자료: Ansaldo Energia, 동양증권 리서치센터

인살도 매출액 추이



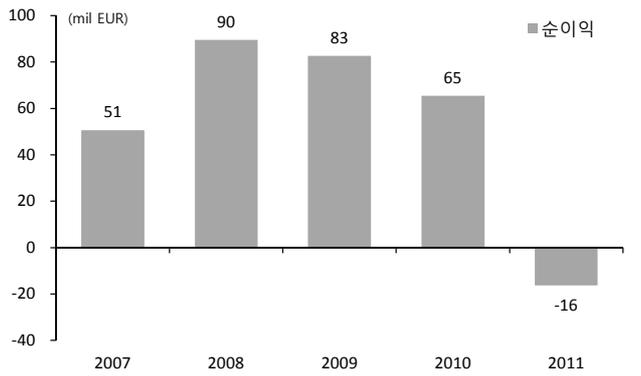
자료: Ansaldo Energia, 동양증권 리서치센터

인살도 EBIT 추이



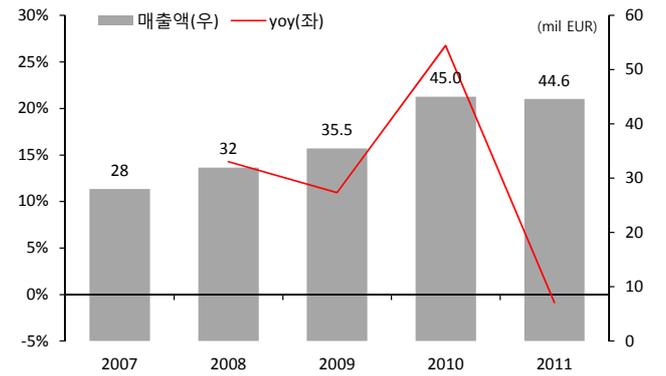
주: 2010~2011 년은 일회성 손실을 제거하여 재조정된 숫자임
 자료: Ansaldo Energia, 동양증권 리서치센터

인살도 순이익 추이



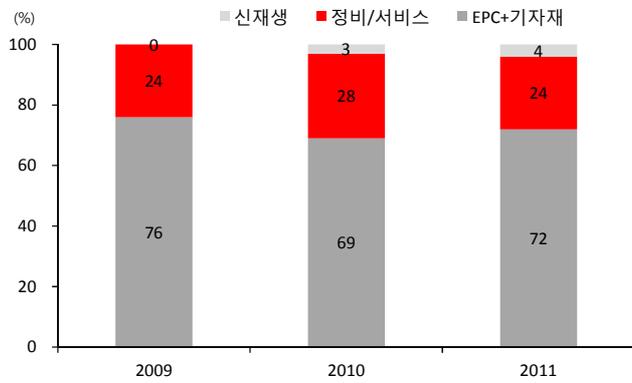
자료: Ansaldo Energia, 동양증권 리서치센터

인살도원자력 매출액 추이



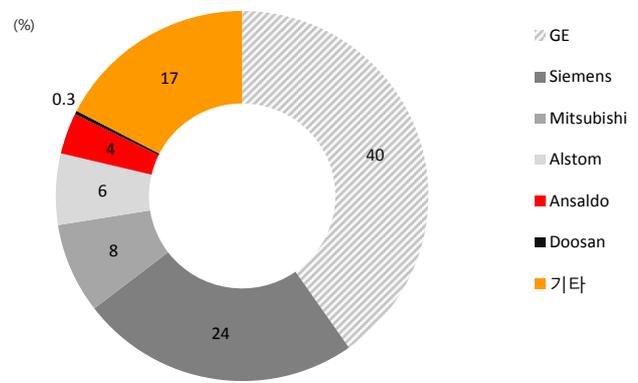
자료: Ansaldo Energia, 동양증권 리서치센터

인살도 매출비중(개별)



자료: Ansaldo Energia, 동양증권 리서치센터

Gas Turbine 발주량 점유율(2002~2011)



자료: Market data, 동양증권 리서치센터

인살도원자력의 최근 원전기자재 납품실적

플랜트명	국가	노형	용량(MW)	가동시점
Sanmen 1호기	중국	AP1000	1000	2013.1월
Mochovce 3호기	슬로바키아	VVER V-213	391	12.12월
Mochovce 4호기	슬로바키아	VVER V-213	391	13.9월
Cernavoda 1호기	루마니아	CANDU 6	650	96.7월
Cernavoda 2호기	루마니아	CANDU 6	650	07.8월

자료: Ansaldo Nucleare, 동양증권 리서치센터

3. 안살도 인수 파급효과는?

안살도는 매우 가스발전 분야에서 매우 경쟁력 있는 회사인 만큼, 두산중공업, 삼성테크윈 모두 인수시 긍정적 효과가 기대된다.

두산중공업, 높은 시너지
효과 기대

우선 두산중공업의 경우, ①안살도 인수는 글로벌 Top tier 발전업체로 도약하는데 결정적 기회가 될 것으로 전망된다. 두산중공업은 원천기술 확보와 오랜 공사경험을 바탕으로 원자력, 석탄화력부문에서는 이미 세계적인 수준의 경쟁력을 확보하고 있는 상황이다. 그러나, 아쉽게도 가스터빈 시장에서의 존재감은 매우 미미하며 당장 변화의 가능성도 잘보이지 않는다. 2007년 미쓰비시중공업의 기술라이센스를 통해서 50, 60Hz의 중형, 대형 가스터빈 제작능력을 확보하는데는 성공했으나, 워낙 진입장벽이 높아, 현재까지 납품했거나 제작중인 가스터빈은 총 9기에 불과한 상황이다. M&A를 통한 원천기술 및 브랜드의 확보는 가스터빈 시장 진입의 거의 유일한 방법으로 판단된다.

글로벌 top tier 업체로
도약하는 결정적 계기

②원전부문에선 고객 다변화의 기회가 될 수 있다는 판단이다. 안살도원자력은 두산중공업과 비교할 수 없을 정도로 규모가 작고, 두산중공업이 이미 세계 최고 수준의 기술력을 보유한 만큼 직접적인 인수효과는 작아보인다. 단, 안살도원자력의 과거 납품실적에 비춰볼 때 Westinghouse, 한국전력으로 국한된 고객군을 Areva, Rosatom 등으로 확대할 수 있는 가능성은 존재한다는 판단이다. 두산중공업의 경험/기술력을 접목시킨다면 충분히 시너지 효과를 낼 수 있을 것으로 전망된다.

삼성테크윈, 발전시장
진입의 절호의 기회

삼성테크윈의 입장에선 진입장벽 높은 발전시장에 진입할 수 있는 절호의 기회가 될 전망이다. 특히 안살도가 성장잠재력이 큰 가스발전 분야에서 높은 경쟁력을 보유한 회사라는 점에서 의미가 있어보인다. 다만, 안살도원자력의 미약한 경쟁력을 감안하면, 삼성테크윈이 안살도 인수후 원전부문에서 두산중공업과 경쟁하기까지는 많은 시간이 필요할 것으로 전망된다.

원전부문에선 두중과
경쟁하기 쉽지 않을 듯

13~15억 유로는 다소
높은 가격

마지막으로 누가 안살도를 인수하든, 최종 성적은 결국 얼마에 인수하느냐가 좌우할 것이다. 현재까지 알려진 매각가격은 보도내용에 따라 큰 차이를 보이고 있는데, ①2011.6월 First Reserve의 지분 45% 인수 가격 12억유로(55%로 환산시 14.6억유로), 지멘스의 제시 가격 13억유로를 고려하면 일단 13~15억유로에서 가격이 형성되고 있는 듯 하다. ②그러나 S&P는 안살도 매각에 따른 현금유입을 5억유로로 전망하고 있어 차이를 나타내고 있다.

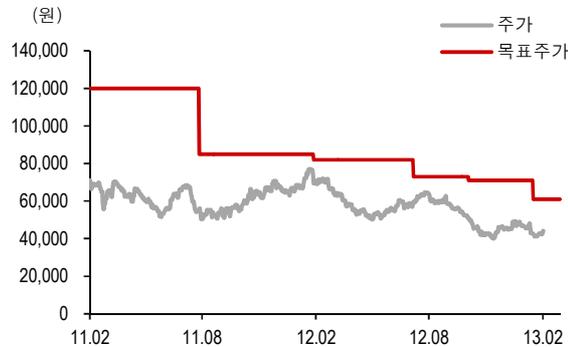
8~10억유로가
적정가격으로 추정됨

일단, 지분 55%를 13~15억유로로 산정하는 것은 너무 과도한 수준으로 보인다. 최근 5년내 가장 높은 순이익인 2008년의 9,000만유로를 기준으로 보아도 PER 26~30배에 이르는 수준이기 때문이다. 반면 5억유로는 PER 10배에 불과하여 경영권 프리미엄 등 감안시 상당히 낮은 가격이다. 극히 단순화된 방법으로 계산하면, GE, 지멘스의 2013년 평균 PER 13배에 경영권 프리미엄이 30~50% 정도 반영된 PER 17~20배(8~10억유로)가 적정 수준이 아닐까 판단된다.

두산중공업, 과도한 지출만
아니라면 인수후에도
주가 약세 되지는 않을 듯

두산건설 지원으로 재무안정성이 떨어진 두산중공업 입장에선 인수작업이 부담스러운 것은 사실이지만, 그동안 두산중공업의 원천기술 확보를 위한 M&A 시 시장은 대체로 우호적인 평가를 내려왔다는 점을 주목할 필요가 있다. 예를들어, 2009.9월의 스코다파워 인수시 약8,000억원의 자금이 소요되었지만, 주가는 이후에도 안정적인 흐름을 유지한 적이 있다. 적정 가격 수준에서 인수에 성공한다면 주가에 미치는 영향도 제한적일 것으로 판단된다.

두산중공업 (034020) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-02-22	BUY	61,000
2013-02-05	BUY	61,000
2013-02-04	BUY	71,000
2012-10-24	BUY	71,000
2012-07-27	BUY	73,000
2012-02-17	BUY	82,000
2012-01-16	BUY	85,000
2011-10-28	BUY	85,000
2011-10-10	BUY	85,000
2011-09-30	BUY	85,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이재원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료공표일 현재 당사는 두산중공업중목을 기초자산으로 하는 주기연계증권(ELW)을 발행하여 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Ovenweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기준 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.