

Noble, 돈도 기름도 쪽쪽 뽑아 올린다!

23F EBITDA에 Target EV/EBITDA 7.91x를 적용한 47.16\$를 목표주가로 제시한다. 에너지를 무기로 전쟁을 치르는 국제 정세 속에서 시추 수요가 폭발하고 있고, 그 수요는 바다를 가리키고 있다. 팍 들어막힌 시추선 공급과 불타오르는 수요의 불균형 속에서 동사는 수없이 긴 암흑기를 떨쳐 내고 날아갈 준비를 하고 있다. 거기다 Peer 대비 강력한 포트폴리오와 안정적인 재무구조까지, Top-down으로도, Bottom-up으로도 동사의 미래는 과거 어느때보다 밝음을 본 보고서를 통해 증명하고자 한다.

Point 1. 해양 시추, 이 에너지 전쟁을 끝내러 왔다

해양 시추 산업을 둘러싼 다양한 이슈들을 정리하며, Top-Down 관점에서 그 수혜의 최전선에 있는 동사를 소개한다. 러시아발 천연가스 Shortage와 고유가 속에서 환경은 멀고 인플레이션은 가깝다. 문제 해결의 Key는 저 먼 바다, 해양시추에 있다. 앞으로 폭발이 예정되어 있는 해양시추 수요와 그에 따라가지 못하는 시추 업체들의 시추선 보유 현주소를 조명함으로써 성공할 수밖에 없는 동사의 스토리를 그려 본다.

Point 2. 해양 시추 시장의 동트는 해, Noble Corp.

제아무리 진수성찬이 차려져 있어도 숟가락을 들어 음식을 즐기는 것은 본인의 몫이다. 지난 10년간 구조조정을 겪으며 산전수전 다 겪은 시추 업체들 중, 가장 복스럽게 '먹방'을 할 수 있는 곳은 어디일까? 본 보고서는 해양 시추선의 특성과 해양시추 기업들의 재무구조, 보유 시추선 포트폴리오를 분석하는 과정으로 통해 어째서 동사가 주인공이 될 수 있는지, 동사의 강점이 무엇인지 Bottom-up 관점에서 조망한다.

Statements of Operations - Consolidated								
(US dollars in thousands)								
	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022E	2023E	2024E
Operating revenues	847,806	210,230	275,153	305,872	657,742	1,448,997	2,901,621	3,342,729
YoY(%)	-12%	24%	25%	22%	216%	71%	100%	15%
Contract drilling services	782,182	195,035	262,463	289,494	642,988	1,389,980	2,841,857	3,282,965
Reimbursables and other	65,624	15,195	12,690	16,378	14,754	59,017	59,764	59,764
Operating costs and expenses	785,544	244,862	227,554	254,312	537,201	1,263,927	2,331,958	2,517,991
Operating income (loss)	62,262	(34,631)	47,599	51,560	120,541	185,070	569,663	824,738
Operating Margin(%)	7%	-16%	17%	17%	18%	13%	20%	25%
Other income (expense)	293,736	(7,230)	(6,634)	(4,904)	(16,927)	(35,695)	(70,948)	(70,948)
Income (loss) before income taxes	355,998	(41,861)	40,965	46,656	103,614	149,375	498,715	753,790
Income tax benefit (provision)	(3,788)	5,205	(3,908)	(13,072)	(29,012)	(40,787)	(139,640)	(211,061)
Net income (loss) from continued operations	352,210	(36,656)	37,057	33,584	74,602	108,588	359,075	542,729
Net income (loss)	352,210	(36,656)	37,057	33,584	74,602	108,588	359,075	542,729
Net Profit Margin(%)	42%	-17%	13%	11%	11%	7%	12%	16%

Rating

Buy

목표주가: \$ 47.16
 현재주가: \$ 38.26
 상승여력: 23%

12M 주가추이

시가총액 \$ 5.105B



B/S data (3Q22)

자산 총계 \$ 2,386M
 부채 총계 \$ 837M
 자본 총계 \$ 1,549M

Earning data

EV/EBITDA (23F) 6.6x
 PER (23F) 13.94x
 EBITDA (23F) \$ 851.7M
 EPS (23F) \$ 2.74

주요 주주

PIMCO 9.52%
 Shenkman 7.26%

SMIC 5 팀

- 팀장 45 기 박준영
- 팀원 45 기 이인석
- 46 기 김준성
- 46 기 이민주
- 46 기 이탁규

CONTENTS

Intro - 에너지 뉴노멀 속 포착해야 할 기회	03
1. 시추산업, 낯설지만 어렵지 않다 - 산업분석	04
2. Top-pick, Noble을 소개합니다 - 기업분석	07
✓ 투자포인트 - 에너지 대항해 시대의 Noble레옹	
3. 해양 시추, 이 에너지 전쟁을 끝내러 왔다	10
4. 해양 시추 시장의 동트는 해, Noble Corp.	18
5. 매출 추정	24
6. Valuation - Peer EV/EBITDA Valuation	26
Appendix	31

Intro - 에너지 뉴노멀 속 포착해야 할 기회

지난 10년간 서방국가는 저금리, 저물가 속에서 무형자산 구축에 여념 없었고, 나아가 ESG라는 패러다임에 온 신경을 집중했다. 동시에 그들은 그 이면에 존재하는 값싼 석유와 가스의 중요성을 망각했고, 그 결과 에너지 공급망에 대한 투자는 매우 저조했다. 당장이라도 석유와 가스 없이 살 수 있을 것만 같던 날들이었다.

하지만 올해를 기점으로 전세는 180도 역전되었다. 전통 에너지를 무시한 결과는 러시아의 에너지 무기화와 OPEC의 감산으로 거대한 나비효과가 되어 전 세계에 에너지 폭풍을 선사하고 있으며, '70년대 이후 처음으로 맞이하는 엄청난 인플레이션에 가세하고 있다. 환경을 해친다며, 성장성이 낮다며, 수많은 자본 투자가 필요하다며 무시한 에너지 섹터에게 전 세계는 연일 KO 펀치를 얻어맞는 중이다.

'21년말부터 시작된 글로벌 증시 침체와 decoupling되는 에너지 섹터의 화려한 주가 performance는 이를 단적으로 보여준다. 그러나 여전히 에너지 섹터에 대해 회의감을 갖는 사람들의 모습은 마치, 정확하게 '99년 Tech 버블 이후의 기술주 매수 흐름을 연상케 한다. '99년 Tech 버블이 꺼지기 시작했을 때, 사람들은 '저가 매수 기회가 왔다'고 외쳤다. 버블이 붕괴한 지 1년이 지나도, 2년이 지나도 사람들은 타성에 젖은 채 운전대에서 백미러만 뚫어져라 쳐다보며 기술주를 매수했다. 고개를 돌리기만 하면 바로 앞에 다가오는 기회를 포착할 수 있었음에도 말이다.

작금의 시장 상황 역시 별반 다르지 않다. 사람들은 가라앉은 Tech 주식들의 주가를 보며 적정 매수 기회라 외치고 있으며, 에너지 섹터를 보며 이미 과도하게 주목받은 섹터라고 말한다. 그러나 여전히 애플의 시가총액은 S&P500의 에너지 업종 전체 시가총액의 합보다 크다. 성장주의 가격이 떨어졌다고 반드시 싸진 것은 아니다. Tech 성장성이 꺼진 지금, 우리는 고개를 돌려 에너지 공급망에서의 성장성을 보아야 한다.

러시아발 천연가스 부족이 야기한 유럽 및 전세계의 시름과 OPEC의 감산으로 어지럽게 움직이는 유가 모두 일시적으로 보여, 에너지 섹터를 이미 충분히 고평가 받은 것처럼 보는 시각이 강하게 자리잡고 있다. 하지만 국제 정세와 에너지 인프라의 현황을 깊게 들여다보면, 에너지를 중심으로 세계의 판도는 명확히 바뀌었고 회의 섞인 시각 속에서 여전히 투자 기회가 넘쳐난다는 사실을 포착할 수 있다.

본 보고서는 그 기회를 정확히 '해양 시추'에서 찾으며, 주인공 Noble Corporation을 소개한다.

1. 시추산업, 낫설지만 어렵지 않다 - 산업분석

1.1. 원유가 우리에게 닿기까지

석유산업의 밸류체인을 알아보자

한국에는 석유를 다루는 기업들은 대부분 정제 및 판매를 업으로 하며 석유산업 전체에서 Down-stream에 속한다. 하지만 이는 석유산업에서 빙산의 일각에 불과하며, 보다 앞단에서 석유를 캐내고 운송하는 과정이 존재한다. 대부분이 처음 접할 시추산업이 우리에게 조금 낫설 수 있지만, Up, Mid, Down-stream 순으로 천천히 석유산업을 윤곽을 살펴보자.

Up-stream : 탐사와 개발

Up-stream에서는 원유의 탐사와 개발이 이루어진다. 지면 아래에 위치한 석유를 탐사하여 충분한 양을 발견하면 개발하여 생산하는 과정으로, 광구취득-탐사-개발-생산으로 세분화할 수 있다. 한번 원유를 찾아 생산하게 될 경우 장기간 큰 수익을 얻을 수 있으나 탐사 성공 확률이 20%로 매우 낮다. 또한 긴 시간과 큰 자본적 지출을 필요로 하여, 이를 감당할 수 있는 Shell, Exxon Mobil, British Petroleum 등 **오일 메이저들에 의해 사업이 주도된다.**

Mid-stream : 운송과 저장

Middle-stream 부문은 원유의 운송과 저장을 맡는다. 앞서 Up-stream에서의 석유 탐사와 생산이 일반적으로 실질적 소비지와 멀리 떨어져 있기 때문에, 정유공장과 같은 원유시장으로 판매하기 전까지 운반하고, 저장하는 역할을 수행하고 있다.

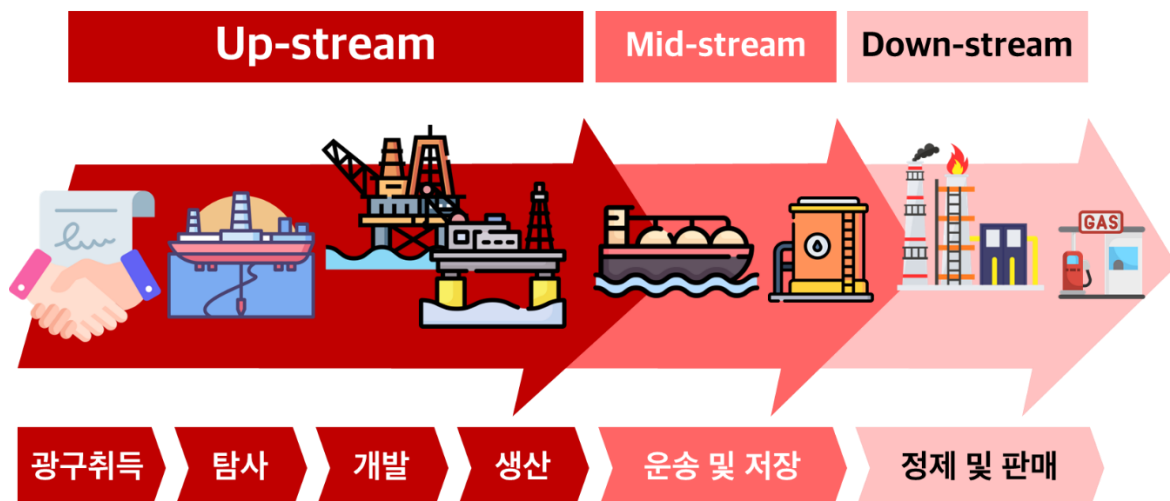
Down-stream : 정제 및 판매

Down-stream에서는 원유의 정제 및 판매가 이루어지며 정유공장에서의 정제분야, 플라스틱 제조와 같은 석유화학분야, 연료를 공급하는 주유소분야로 구성되어 있다. 우리에게 친숙한 분야들로, 석유의 다양한 쓰임새를 완성해주는 최종적 단계이다.

시추: 자원의 탐사, 개발 을 위해 지면 아래 깊이 구멍을 뚫는 것

그렇다면 동사가 영위하는 사업, '시추'는 무엇일까? **시추는 원유 및 천연가스를 탐사 및 개발하기 위해 지면 아래 깊이 구멍을 파는 것을 말한다.** 석유산업 Up-stream 내에도 탐사, 개발, 생산 과정이 있는데, 탐사 과정에서 석유의 존재를 확인하는 **탐사시추**와 이후 사업의 수익성을 평가하기 위해 석유의 양을 평가하는 **평가시추**가 이루어진다. 개발 과정에서는 사업 계획 이후 유정을 개발하기 위한 **생산시추**가 이루어진다.

그림 1-1. 석유산업 밸류체인



출처: SMIC 5팀

1.2. 해양 시추를 향해 Dive-in

해양 시추 > 육상 시추

원유 탐사 및 개발의 위치에 따라 시추는 육상 시추와 해양 시추로 나뉘지는데, 이중 근래 주목받고 있는 것은 해양 시추이다. 고유가 상황이 유지될 것으로 예상됨에 따라 원유개발 기업들은 더 낮은 BEP와 높은 마진을 창출할 수 있는 해양의 비중을 높이고 있다.

리그: 해양 원유개발장비 플릿: 해양 시추장비

최근 각광받는 해양 원유개발사업에서는 다양한 장비들이 사용되는데, 이를 모두 통틀어 리그(Rig)라고 부른다. 그 중에서 시추를 담당하는 것은 플릿(Fleet)으로, 수심 100m 정도의 얇은 해저 지면에 고정되어 작업하는 잭업(Jackup)과 심해 환경에서 물 위에 떠서 작업하는 플로터(Floater)가 있다. 여기서 플로터는 또 한 번 자력으로 움직일 수 있는 선박 드릴십(Drill Ship)과 예인선을 필요로 하는 반잠수식 시추 리그(Semisubmersible)로 나뉜다.

플릿 > 잭업 & 플로터

그림 1-2. 리그 조직도

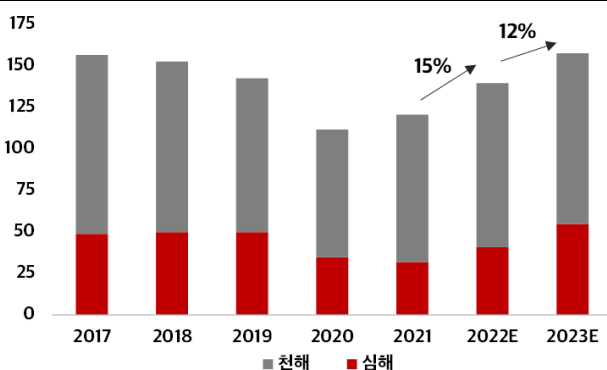


출처: 동사 IR, SMIC 5팀

해양 시추업체: 플릿 임대 Dayrate=임대료율

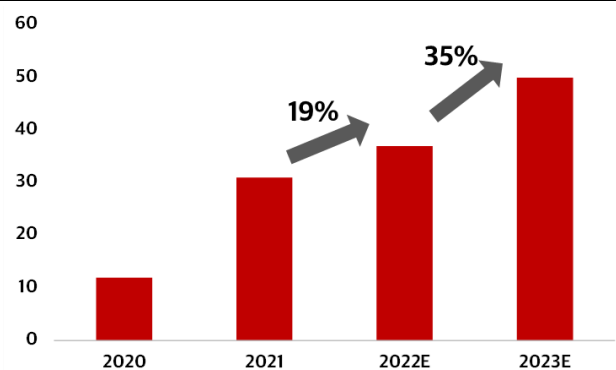
동사가 속한 해양 시추업체들은 오일 메이저들이 원유개발사업을 진행하는 과정에서 필요한 시추 장비인 플릿을 임대하며, 현재 Dayrate(임대료율)은 잭업이 약 \$100k/day, 플로터가 약 \$300k/day로 최근 들어 빠르게 상승하고 있다. 고유가 기조가 단기에 마무리되지 못할 것으로 전망됨에 따라, 기존 단기계약 위주로 이루어지던 것과 대조적으로 장기계약도 맺어지고 있는 추세이다. 잭업의 수요는 증가하고 있으며 이를 잇는 플로터의 수요 또한 폭발적으로 증가하고 있다.

그림 1-3. 글로벌 해양 Up-stream CAPEX 전망(단위: 십억 달러)



출처: Wood Mackenzie, SMIC 5팀

그림 1-4. 해양 시추 신규 프로젝트 승인 건수 전망



출처: Wood Mackenzie, SMIC 5팀

1.3. 해양 시추, 주인공들의 부활

최근 부활한 해양 시추업체

앞서 해양 시추업체들이 시추 장비 플로터와 작업을 석유 탐사 및 개발 업체인 오일 메이저에 임대하고 있음을 살펴보았다. 다음으로, 현재 공급을 틀어 막히게 한 과거 시추업체들의 구조조정 역사에 대해 알아보자.

장기간 저유가로 시추업체 구조조정

해양 시추 산업의 마지막 호황기는 '14년으로, 이후 유가가 낮게 장기간 유지됨에 따라 해양 원유개발 수요가 급감하였다. 지속적으로 재정난을 겪으며 Seadrill을 포함한 여러 시추 업체들의 어려움이 지속되던 와중에, '20년 코로나에 기인한 유동성 문제가 추가적으로 발생하였다. 시추업체들은 더 이상 버틸 수 없었고, 세계 최대 시추업체 중 하나인 Valaris를 포함하여 대부분의 시추업체들은 상장폐지 및 기업회생 혹은 파산 절차를 밟았다.

대부분의 시추업체 퇴출

구조조정 과정에서 기업 회생을 위한 자금 마련을 위해 시추업체들은 **보유하던 자산을 대량 매각**하였다. 새로운 플릿의 발주는 급격하게 감소했고, 중고 장비들은 폐기되거나 재고로 쌓였다. 대부분의 시추업체들은 이 과정에서 **완전히 퇴출**되었다.

소수의 기업들만 부활하여 재상장, 재무는 악화

구조조정을 마치고 생존한 소수의 기업들만 '21년부터 재상장하고 부활하였다. 산업 내 주요 기업은 14개에서 **동사, Borr, Diamond, Valaris, Seadrill, Shelf, Transocean** 7개로 감소하였다. 견조한 수요가 지속되고 있음에도, 장기간 어려움을 겪은 대부분의 시추업체들은 많은 부채를 갖거나 흑자 전환하지 못하여 **재무상태가 아직 좋지 못한 상황**이다.

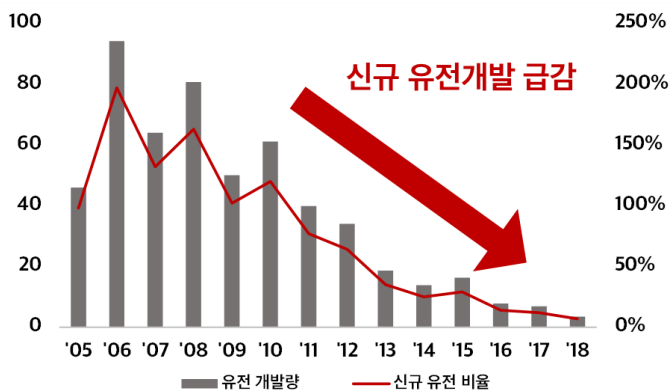
냉성재고 플릿 재가동 어려움

재무적인 어려움을 개선하는 것을 방해하는 요소 중 하나로, 오랫동안 방치된 **플릿들의 재가동이 어렵다**는 점을 들 수 있다. 오랜 기간 사용되지 않은 **냉성재고(Cold-stacked)** 장비들은 근래 계약 만료로 가동이 중단된 **온성재고(Warm-stacked)**와는 달리 재가동하기 위해서 약 \$30M~40M (400~500억) 이상의 큰 자본적 지출을 필요로 한다. 이에 재무적으로 어려운 시추업체들에게 냉성 재고 재가동은 쉽지 않다는 입장이다.

틀어 막힌 공급에 Dayrate 급상승증

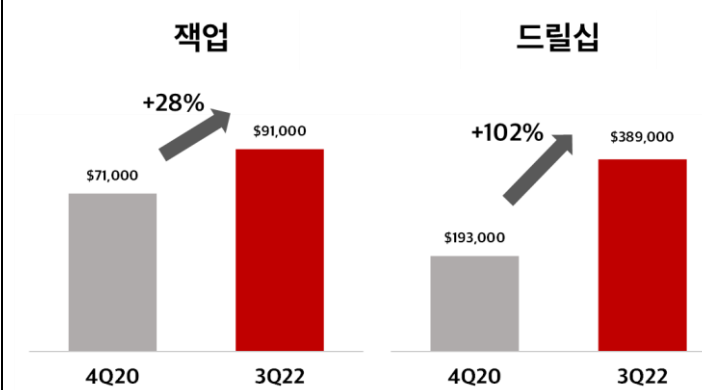
또한 새로운 플릿의 발주 및 공급도 어려운 상황이다. **구조조정으로 플릿 공급이 줄어들고, 신규 공급 및 냉성재고 가동의 어려움도 더해져** 현재 공급은 수요를 감당하지 못하고 있으며, 결과적으로 **Dayrate은 급격한 상승** 중이다.

그림 1-5. 과거 신규 유전개발 추이 (단위: 좌: B barrels, 우: %)



출처: Transocean, SMIC 5팀

그림 1-6. 플릿 Dayrate 상승 (단위: 달러)



출처: Valaris, SMIC 5팀

2. Top-pick, Noble을 소개합니다 - 기업분석

2.1. 든든한 책임과 플로터를 겸비한 동사

동사 플릿을 알아보자

앞서 시추산업 전반을 살펴보며 책임에 이어 심해에서 사용되는 플로터의 수요 역시 강하게 증가하고 있음을 포착했다. 본 장에서는 이러한 산업의 내러티브를 오롯이 흡수하기 위해 Maersk와의 합병을 진행한 동사의 모습을 설명한다. 2배 가까이 늘어난 플릿의 수와 재고, 계약 현황, 내재 성능을 중심으로 하나씩 확인해 볼 것이다.

높은 가동률

우수한 Tier 1 냉성재고

동사가 소유하고 있는 플릿은 총 32개로, 13개의 책임과 19개의 플로터를 갖고 있다. 이중 냉성재고로 플로터 3개, 온성재고로 1개의 책임을 보유하고 업계 내에서 매우 낮은 수준의 재고를 유지하고 있다. 또한, 냉성재고 중 2개는 각각 '14, '11년에 제작된 Tier 1 드릴십(Dual BOP, 고사양)으로 낮은 선령과 우수한 성능의 재고이다. 노후화된 타사 재고와는 달리 높은 Dayrate를 받을 수 있고 보수 비용 또한 저렴해 빠른 시일 내 재가동이 예상된다.

오일 메이저 장기 계약 증가 추세

동사의 주요 고객사로는 Esso(Exxon mobil), Shell, TotalEnergies 등이 있으며 계약들은 '23년 초에 만료되는 단기 계약과 '25년까지 이어지는 장기 계약으로 나뉜다. 기존 시추 산업에서는 유가에 대한 불확실성과 업계 재무 불건전성으로 인해 시추임대계약을 단기적으로 자주 체결하였으나 최근 장기 계약이 늘어나는 추세로 전환되고 있다. 이는 오일 메이저에서의 동사 플릿에 대한 수요가 장기화될 것이라 판단하고 있음을 선명하게 보여준다.

그림 2-1. 동사 플릿 보유 및 계약 현황

Type	Rig name	Built	Location	Contract Timeline																																																											
				2022												2023												2024												2025																							
				11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	~									
Drill Ship	Noble Valiant	2014	Suriname	TotalEnergies																																																											
	Noble Venturer	2014	Ghana													Tullow																																															
	Noble Viking	2014	Malaysia	PTTEP												Petronas												PTTEP												Shell												Option											
	Noble Voyager	2015	Mexico													Shell																																															
	Noble Tom Madden	2014	Guyana																									Esso																																			
	Noble Sam Croft	2014	Guyana																									Esso																																			
	Noble Don Taylor	2013	Guyana																									Esso																																			
	Noble Bob Douglas	2013	Guyana																									Esso																																			
	Noble Globetrotter I	2011	Mexico	Petronas																																																											
	Noble Globetrotter II	2013	US GOM													Shell																																															
	Noble Faye Kozack	2013	US GOM	*QN												Option												LLOG																																			
	Noble Stanley Lafosse	2014	US GOM													Murphy												Option																																			
	Noble Gerry de Souza	2011	Suriname	*TE																																																											
	Pacific Meltem	2014	Las Palmas																									Cold Stacked																																			
Pacific Scirocco	2011	Las Palmas																									Cold Stacked																																				
Semisubmersibles	Noble Deliverer	2010	Australia													Inpex																								Option																							
	Noble Developer	2009	Brazil	Karoo Energy												Shell																																															
	Noble Discoverer	2009	Guyana	Shell												CGX Resources																																															
	Noble Explorer	2003	Azerbaijan																									Cold Stacked																																			
Ultra-harsh ENV Jackup	Noble Innovator	2003	UK	Harbour Energy																																																											
	Noble Integrator	2015	Norway													Aker BP												Option																								Aker BP											
	Noble Interceptor	2014	Denmark	TotalEnergies																																																											
	Noble Intrepid	2014	Norway	*O																																																											
Harsh ENV Jackup	Noble Invincible	2016	Norway	Aker BP												Option																								Aker BP																							
	Noble Reacher	2009	Denmark													TotalEnergies																								Option																							
	Noble Resilient	2008	NLD, UK	Shell												INEOS																																															
	Noble Resolute	2008	NLD	TotalEnergies												Petrogas												TE & Petrogas												Petrogas																							
	Noble Resolve	2009	UK, DMK	*SE																								INEOS																								Option											
	Noble Highlander	2016	Denmark																									Warm Stacked																																			
	Noble Tom Prosser	2014	Australia	Santos																																																											
	Noble Mick O'Brien	2013	Qatar																									Undisclosed																																			
Noble Regina Allen	2013	TT													Undisclosed												Option																																				

*TT: Trinidad & Tobago, *QN: Quarter North, *O: OMV, *TE: TotalEnergies, *SE: Spirit Energy

출처: 동사 Fleet Status Report, SMIC 5팀

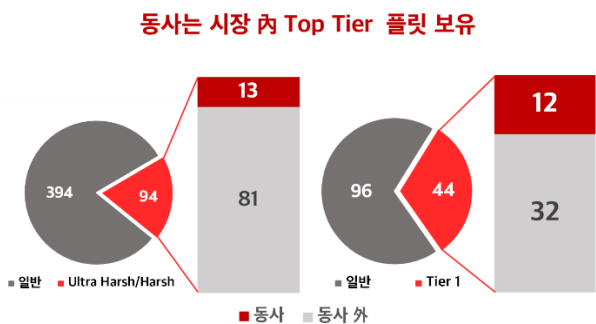
동사는 시장 내 Top-tier 플릿 보유

또한 동사는 상대적으로 최근 연식, 고성능 플릿을 보유하고 있다. 동사가 보유한 13개의 작업은 모두 Harsh/Ultra Harsh 작업으로 냉대 기후 및 극한의 해양 환경에서 사용될 수 있다. 또한 동사가 보유한 15개의 드릴십 중 12개가 Tier 1 드릴십으로, 성능 측면에서 큰 우위를 가지고 있다.

동사는 M/S보다 Out-perform 중

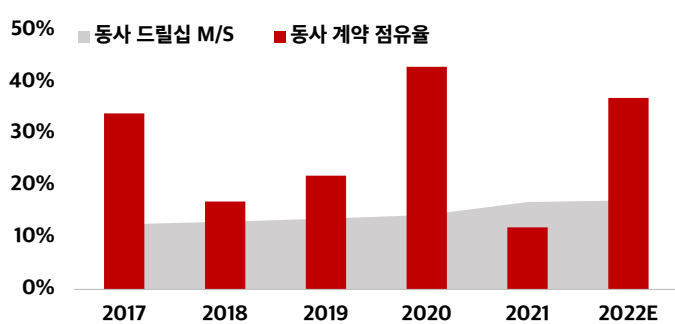
이러한 사실을 바탕으로 동사는 시장에서의 점유율보다 Out-perform하여 계약을 체결하고 있다. 올해 동사 드릴십의 M/S의 두 배에 가까운 수주 계약을 체결하는 결과가 나올 것으로 예측되고 있으며, 이는 동사 플릿이 타사의 플릿과 비교할 때 압도적인 Bottom-up적 경쟁력을 가짐을 증명하고 있다.

그림 2-2. 동사 Tier 1 드릴십, Ultra harsh/harsh 작업 비율



출처: 동사 IR, SMIC 5팀

그림 2-3. 동사 드릴십 M/S 및 총 계약 대비 수주 비율



출처: 동사 IR, SMIC 5팀

2.2. 재무구조 및 합병

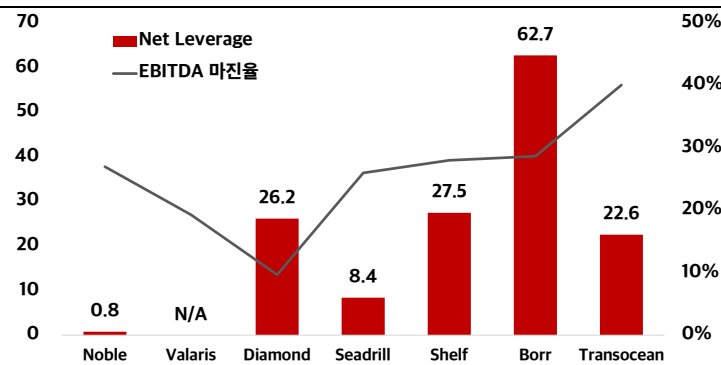
동사의 부채 상태는 업계 최고

동사의 재무지표 중 가장 먼저 눈여겨봐야 하는 부분은 부채의 규모에 대한 상환 부담을 살펴볼 수 있는 Net Leverage(Net Debt/EBITDA)이다. 먼저, 상장폐지 및 기업회생절차에서 대대적인 재무 개선 이후 올해 재상장한 동사의 Net Leverage는 해양 시추업체들 중 최저 수준을 보이며 높은 재무 건전성을 보인다.

EBITDA 마진을 또한 업계 최고 수준

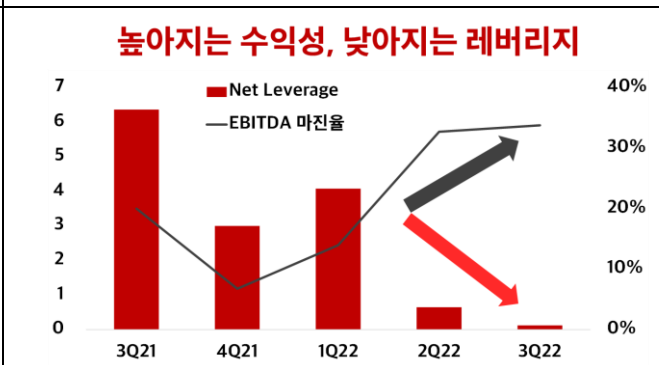
두 번째로 해양 시추업체들의 이익률을 평가하기 위해 영업이익 대신 EBITDA 마진율(EBITDA/매출액)을 살펴봐야 한다. 이는 임대사업 구조상 회사별로 사용하는 감가상각 방식이 달라 감가상각비에 의해 영업이익이 왜곡될 수 있기 때문이다. 동사는 주요 7개사 중 가장 높은 수준인 33.7%의 EBITDA 마진율을 가지며, 이는 지속적인 성장중에 있다. 즉, 동사는 해양 시추업체 중 유일하게 가장 높은 수준의 수익성과 튼튼한 재무상태를 겸비했다

그림 2-4. 주요 해양 시추업체 Net Leverage 및 EBITDA 마진율



출처: 각 사 종합, SMIC 5팀

그림 2-5. 동사 Net Leverage 및 EBITDA 마진율 변화 추이



출처: 동사 사업보고서, SMIC 5팀

**우량한 재무상태만이
주주환원 정책 가능**

해양 시추산업에서 우량한 재무지표는 보다 큰 의미를 가진다. 대부분의 해양 시추업체들은 오랜 기간 지속된 적자로 수익이 발생하더라도 만기가 다가오는 부채를 상환해야 하기 때문에 발생한 수익이 주주환원에 쓰이기 어려운 실정이다. 반면 동사는 건전한 재무 상황을 바탕으로 최소한 50%의 잉여현금흐름을 주주에게 환원하는 주주 친화적인 경영을 하고 있다. 최근 3Q22에 컨센서스를 상회하는 실적과 함께, 업계 최초로 \$400M의 자사주 매입을 발표하며 그 방향성을 입증했으며 주가 또한 큰 폭으로 상승했다.

**Maersk Drilling과의 합병
→ 시추 산업 M/S 확대**

재무상태에 이어 동사가 Maersk Drilling과 합병한 과거를 살펴볼 필요가 있다. 구조조정을 통해 재무안정성을 키운 동사와 Maersk Drilling은 '22년 10월, 1대1 합병을 완료하였다. 부채가 적고 우수한 플릿을 보유한 두 우량 기업이 힘을 합쳐 몸집을 키운 것으로 동사의 시추사업을 향한 자신감을 잘 보여준다.

합병 통한 시너지 효과

합병의 결과로, 동사는 수주잔고가 2배로 증가하였으며, 규모의 경제를 통한 연간 최소 약 1억 2500만 달러의 비용 시너지 효과를 2년 내에 실현할 수 있을 것으로 예상된다. 또한 작업과 플로터를 동시에 보유한 시추업체 중 가장 많은 플로터를 확보하게 되었다는 점도 새롭게 얻게 된 큰 장점이다. 작업을 통해 성장한 것을 넘어 플로터의 성장 모멘텀의 강력한 수혜를 받아 성장 모멘텀이 계속될 것이다.

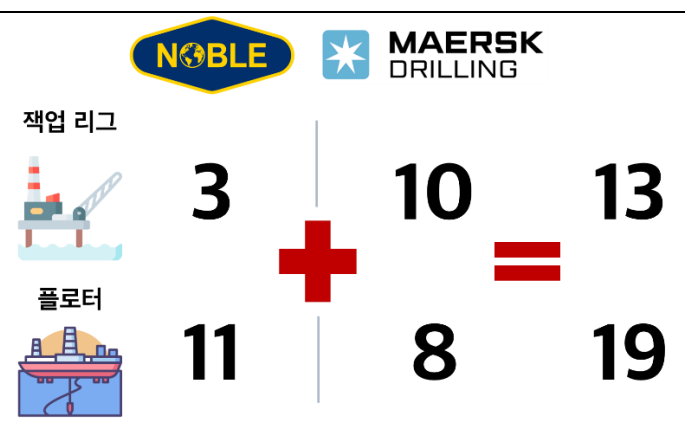
**동사를 향한
시장에서의 기대감**

합병 과정에서 Maersk Drilling의 주식 교환 대신 현금 결제를 선택할 수 있으나, 현금보다는 동사 주식을 선호하고 있음이 밝혀졌다. 가능한 최대 현금 결제 금액은 \$50M이지만, 결제 시 필요한 예상 현금은 \$2M 미만으로 추정되고 있다. 시장에서도 당장의 현금보단 동사의 성장성에 큰 기대를 걸고 바라보고 있는 것이다.

2.3. 주가분석

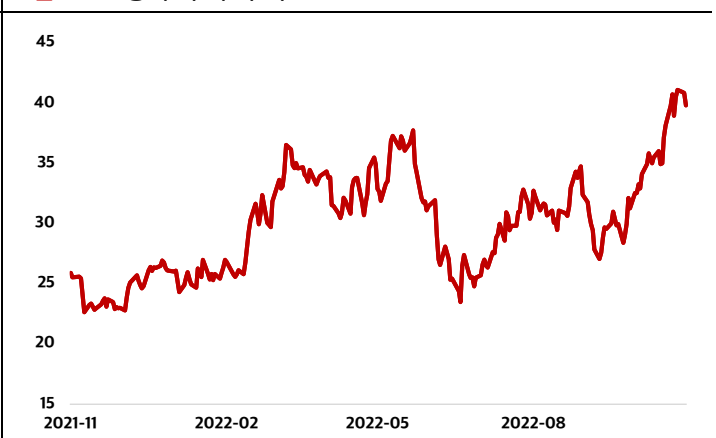
동사는 '21년 6월 9일 재상장하였으며, 동사는 Maersk Drilling과 올해 10월 3일 합병을 완료하였다. 이후 해양 시추의 강력한 성장 모멘텀을 바탕으로 주가가 꾸준히 상승하였다. 거기에 더해 3Q22 실적이 컨센서스를 상회하였고, 동사가 주주 친화적 정책으로 \$400M의 자사주를 매입하여 주가는 지속적으로 상승을 이어갔다.

그림 2-6. 동사 합병 전후 플릿 포트폴리오 변화



출처: 동사 IR, SMIC 5팀

그림 2-7. 동사 주가 추이



출처: NYSE, SMIC 5팀

에너지 대항해 시대의 Noble 레옹 - 투자포인트

지금 해양 시추 산업은 격동의 시기 속 불어오는 훈풍을 마주했다. 그 속에서 단 하나의 기업을 ‘픽’ 해야 한다면, 본 보고서는 주저없이 동사를 추천한다. Top-Down의 관점에서 현재 발생한 시추선 공급 차질에 대해 살펴보고, Bottom-Up의 관점에서 타 사 대비 동사가 가지는 이점을 확인하면서 동사가 자신의 앞에 깔린 레드카펫을 어떻게 걸어갈지 상상해 보자.

3. 해양 시추, 이 에너지 전쟁을 끝내러 왔다

3.1. 러시아발 천연가스 Shortage & 고유가가 불러온 나비효과

러시아가 가스관을 잠근 뒤 ‘중세’로 돌아간 유럽

러-우 전쟁 발발과 함께 러시아는 유럽으로 가는 가스관을 잠궈 버렸다. 그 작은 날갯짓은 유럽을 위시한 전세계에 거대한 파급효과를 야기하고 있으며, 러시아 사태 이후 급등한 천연가스 가격은 글로벌 수급 불균형을 직관적으로 보여준다. 특히 유럽은 무려 천연가스 수요의 약 40%를 러시아에 의존하고 있었기에, 상상하기도 힘들 만큼 막심한 피해를 입고 있다. 유럽은 천연가스 수요 15% 감축 성명을 내며 허리띠를 졸라맸고, 난방용 가스 가격 폭등은 난방용 장작의 인기마저 불러일으켰는데, ‘중세로 돌아간 것 같다’는 현지인의 말은 그 심각성을 단적으로 드러낸다.

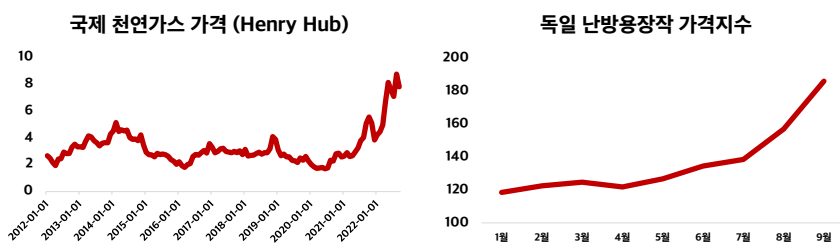
고작 천연가스 하나가 필수 에너지원입니다..

고작 천연가스 하나가, 고작 러시아 한 국가가 어떻게 이처럼 큰 파급효과를 불러일으키는지 사뭇 와 닿지 않을 수 있다. 천연가스의 중요성과 러시아가 천연가스 시장에서 가진 패권을 확인해보자. 원유의 경우 운송용의 비중이 높아 전기차 패러다임에서 장기적인 수요 감소가 예견된 것과 달리, 천연가스는 발전, 난방, 운송, 산업 등 필수 수요처가 방대하여 장기 수요가 증가하는 에너지원이다. 올해 발간된 2050 세계 가스 전망 보고서는 ‘20년 대비 50년 가스 수요는 46% 성장할 것으로 내다봤다.

신재생 발전 증가에도 꺾이지 않는 천연가스 발전

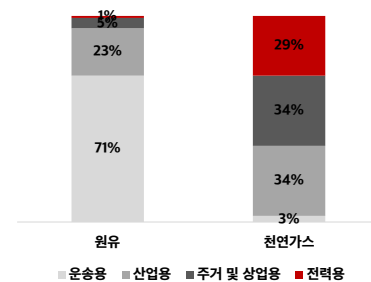
심지어 전력 발전에 있어서는 신재생 발전의 간헐성과 탈 석유/석탄 흐름으로 인해, 신재생 발전 증가흐름에도 타격이 거의 없다. 신재생은 태양과 바람을 이용하므로 적재적소에 원하는 생산량을 뽑아낼 수 없다는 간헐성이 존재하여 상당량의 Back-Up 발전원이 필요한데, 전통 에너지원 중 친환경성으로 유일하게 Back-Up 발전으로 기능할 수 있는 것이 바로 천연가스이다. 따라서 [그림 3-3.]의 에너지원별 발전 믹스 전망을 보더라도, 가스의 비중은 거의 줄어들지 않는다.

그림 3-1. 천연가스 가격, 독일 난방용 장작 가격지수 (단위: \$/mmbtu)



출처: FRED, 독일 통계청, SMIC 5팀

그림 3-2. 원유, 천연가스 용도별 비중

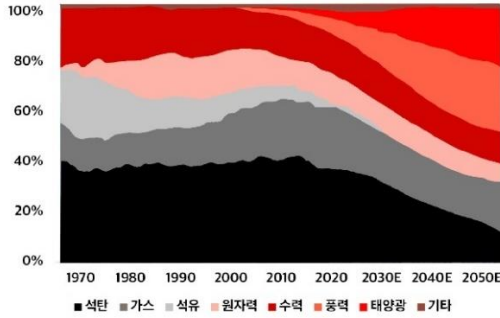


출처: 한국금융연수원, SMIC 5팀

**고작 러시아 하나가?
최대 매장량 보유 &
생산량 17.5% 차지!**

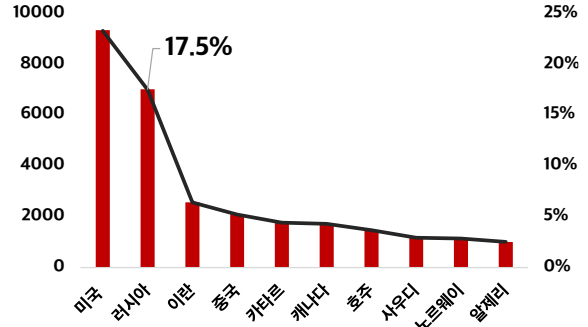
이처럼 필수적인 천연가스의 패권을 바로 러시아가 쥐고 있어, 유럽과 전 세계는 시름을 앓고 있다. '21년 기준 러시아는 글로벌 천연가스 생산량의 17.5%를 차지하고 있으며, 지구상에서 가장 큰 매장량을 보유하고 있다. 단적으로 러시아 국영기업 Gazprom은 전세계 천연가스 매장량의 16.3%를 보유하고 있어, 그야말로 러시아는 천연가스 국가라고 불러도 손색없다.

그림 3-3. 에너지원별 전력 발전 비중 전망 (단위: %)



출처: BNEF, SMIC 5팀

그림 3-4. '21년 천연가스 생산량 순위 (단위: 억 m³, %)



출처: Statista, SMIC 5팀

**러시아 천연가스 무기화에
굴복하지 않는 EU**

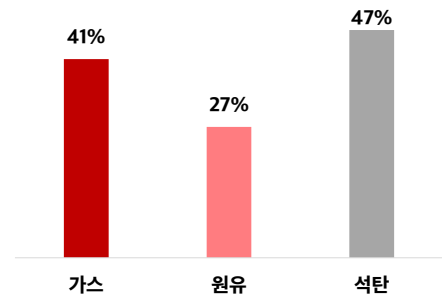
따라서 핵심 에너지원인 천연가스를 러시아가 무기화함에 따라 유럽은 이루어 말할 수 없는 타격을 입었고, 금번 사태로 국가 근간을 위협하는 천연가스를 전량 러시아에 의존하는 것이 틀린 답안임을 확인했다. 즉, 유럽은 천연가스 자립이라는 희대의 숙명을 떠안았다. 실제로 유럽은 러시아에 어떠한 저자세도 보이지 않고 있으며, 러시아가 밸브를 강하게 잠글수록 러시아산 원유, 가스에 가격상한제 및 금수조치를 도입하며 목소리를 높이는 형국이다. 그 와중에 러시아는 가격상한제에 참여한 국가에는 천연가스를 공급하지 않겠다고 맞대응하며, 러시아와 유럽 간의 갈등은 날이 갈수록 격화되고 있다.

그림 3-5. EU 주요 국가별 러시아 대응 정책 요약

	EU	독일	영국
원유	12/5부터 러시아산 원유 가격상한제 시행	22년 말까지 전면 금수	22년말까지 단계적 수입 축소 이라크 북부 쿠르드지역 수입 가능성 타진
천연가스	러시아산 천연가스 가격상한제 합의 불발	24년까지 단계적 축소 카타르와 천연가스 공급계약 LNG터미널 2개 신설	조기 수입 중단 목표 설정
	프랑스	덴마크	이탈리아
천연가스	수입 터미널 건설 확대	러시아산 연료 수입 감축 위한 지역난방 시스템 활용	18개월 내 전면 금수 알제리/이집트/양콜라/콩고 천연가스 수입 계약

출처: WSJ, FT, Reuters, Bloomberg, VOA, toss feed, SMIC 5팀

그림 3-6. EU의 전통 에너지원별 러시아 의존도



출처: Bloomberg, SMIC 5팀

**천연가스의 특징은 곧
가격 강세 장기화의 원인
: PNG VS LNG**

위 모든 요소가 가리키는 방향은 수급 불균형과 높은 가격의 장기화이다. 이를 심도 깊게 이해하기 위해 지정학과 연관 지어 천연가스의 운송 특징을 살펴볼 필요가 있다. 천연가스는 크게 기체 상태인 PNG와 이를 냉각하여 액체로 만든 LNG로 나뉘는데, PNG는 주로 육상의 파이프를 통해 운송하고, LNG는 주로 해상의 선박을 통해 운송한다.

**상당한 비용과 시간을
요하는 LNG 인프라!**

이때, LNG는 액화, 선박운송, 재기화가 추가 요구되어 LNG플랜트와 LNG운반선이라는 인프라가 필요하며, 이는 매우 자본 집약적으로 공기만 보더라도 3~5년으로 매우 길고 비용도 천문학적이다. 즉, PNG는 LNG보다 훨씬 비용이 저렴함과 동시에, 새로운 LNG 운송 인프라 구축에는 상당한 시간과 비용이 소모된다.

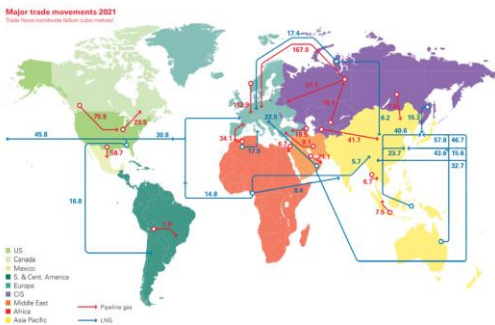
**그동안 값싼 PNG로
잘 먹고 잘 산 EU**

유럽은 그간 상당량의 천연가스를 러시아 파이프라인을 통한 PNG로 싸게 공급받았다. 숫자를 통해 살펴보면, '21년 기준 유럽 천연가스 수입량은 LNG 1,082억 m^3 , PNG 3,691억 m^3 이며, 이중 PNG 1,670억 m^3 을 러시아에게 받아왔다. 즉, 전체 유럽 천연가스 수입량 중 러시아 파이프라인이 차지하는 비중이 무려 35%에 달하는 것이다.

**이젠 LNG로 전부 대체!
비용 & 시간 ↑↑**

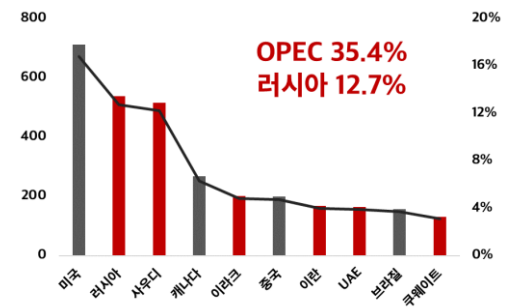
유럽은 해당 물량을 모두 LNG운반선을 통해 타 국가로부터 받아와야 하는데, 이는 **수급불균형**에 따른 1차 가격 상승, PNG의 LNG 대체로 인한 2차 가격 상승, LNG 인프라 투자에 따른 3차 가격 상승을 유발하여 천연가스 가격을 높게 유지시키고 있다. 심지어 그간 유럽과 타 수출국가 모두 LNG 인프라 투자에 소홀했던 탓에, 새로운 LNG 공급망을 구축하는 것은 비용뿐만 아니라 매우 긴 시간을 요하는 일이 되어 **높아진 가격의 장기화**에 가세하고 있다.

그림 3-7. '21년 천연가스 수출입 지도 (단위: 10억 m^3)



출처: Statistical Review of World Energy, SMIC 5팀

그림 3-8. '21년 석유 생산 순위 (단위: 백만 톤, %)



출처: EIA STEO, SMIC 5팀

**천연가스도 힘든데,
석유 너까지 말썽이나
→ OPEC의 감산!**

엊친 데 덮친 격으로 석유까지 말썽을 부리고 있다. 글로벌 석유 생산량의 반을 차지하는 러시아, OPEC은 유가를 떨어뜨릴 생각이 전혀 없어 보인다. **세일 혁명** 이후 10년간의 저유가에 고통을 받아온 OPEC에게 모처럼 찾아온 **고유가 파티**는 너무나도 달콤하기 때문이다. IMF의 분석에 의하면 '22년 기준 사우디의 재정균형유가는 72.4달러이며, 이는 곧 유가가 72.4달러 이상으로 유지되어야 사우디 재정이 흑자를 유지할 수 있다는 말과 같다. 따라서 그들은 유가가 80달러 이하로 떨어질 때마다 **감산 카드**를 곧바로 꺼내고 있다. 실제로 올해 3분기 유가가 크게 하락하자 OPEC은 10월에 곧바로 **감산 합의**에 나섰고, 유가는 재 반등했다.

**중국 리오프닝 곧 옵니다
유가 하락 전망은 힘들어**

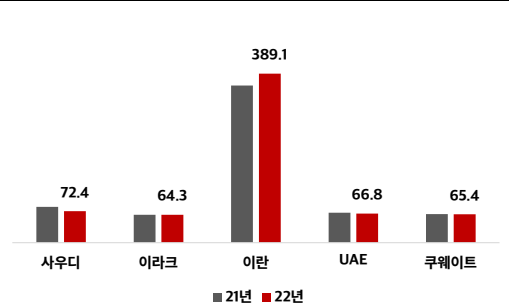
심지어 최근 유가는 미국의 압도적 물량의 전략비축유 방출과 중국의 강도높은 코로나 봉쇄 속에서 형성된 것이므로, 곧 있을 중국의 리오프닝이 본격 가세함에 따라 유가의 단기 상승을 점치는 시각이 지배적이다. 결국 러시아, OPEC 외 국가에서 석유 생산을 늘리지 않으면 **고유가를 잡을 수 없는 상황**까지 와 버린 것이다.

그림 3-9. WTI Spot 가격 추이 (단위: \$/배럴)



출처: EIA, SMIC 5팀

그림 3-10. OPEC 주요국 재정균형유가 (단위: \$/배럴)



출처: EIA STEO, SMIC 5팀

3.2. 문제 해결의 key는 해양 시추에 있다

다른 누군가가
해야 할 때가 왔습니다
→ 시추 등장!

현 에너지 대란의 해답은 오직 하나다. 에너지 패권국의 횡포에 맞서 러시아와 OPEC 외 국가에서 천연가스와 원유 공급을 늘리는 것. 이러한 공급 증가유인은 앞단에서 시추 수요를 견인하고, 그 주인공은 바로 해양이다. 기본적으로 해양 시추는 육상 대비 비용이 높은 반면, 일 생산량의 규모와 안정성이 높다. 해양과 육상 시추의 일 생산량은 각각 5만배럴과 4천배럴 수준이며, 육상은 생산시기가 1년만 지나더라도 일일 생산량이 70% 이하로 감소한다.

해양 시추가 정답인 이유
① 환경
② 해안에 위치한 LNG 인프라

이때, ① 환경, ② 해안에 위치한 LNG 인프라 ③ 낮은 BEP 및 고유가의 장기화는 해양 시추를 너무나 매력적인 선택지로 만드는 요인이다. 해양 시추는 육상보다 탄소 배출이 적으며, 심해 시추의 경우 육상보다 37%나 탄소배출이 절감된다. ESG를 외치는 동시에 울며 겨자 먹기로 시추에 나서야 하는 서방국가에게, 이왕이면 친환경적인 해양 시추가 매력적인 선택지가 되는 것은 자명하다. 또한 석유보다도 천연가스의 수급이 핵심인 상황에서, LNG 인프라는 해안에 위치하므로 해양 생산이 시간과 비용 측면에서 더욱 유리하다.

③ 낮은 BEP - 40달러

무엇보다 해양과 육상 시추를 가르는 핵심 변수는 'BEP 및 고유가의 장기화'이다. BEP가 40달러 이하인 프로젝트의 비율은 육상보다 해양이 30%p나 높으며, 시추 지역별 BEP를 보더라도 Deepwater(심해)와 Shelf(대륙붕, 저해)는 낮은 BEP를 갖고 있다. 심지어 Deepwater는 과거 빠르게 BEP가 감소하여 현재 중동 육상 지역을 제외하면 가장 낮은 BEP를 보여주고 있다.

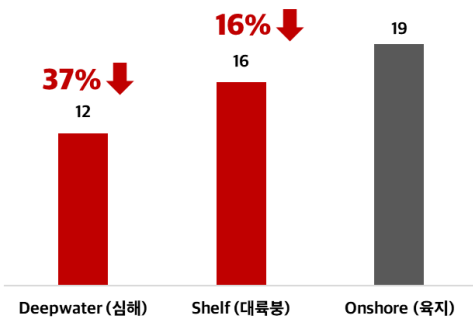
고유가의 장기화
→ 80달러 ↑

하지만 단순히 BEP가 더 낮다고 해서 해양 시추가 답안지는 아니다. 해양 시추는 규모와 비용이 훨씬 높아, 고유가가 장기간 유지된다는 보장이 없으면 애초에 프로젝트를 시작하기 까다롭기 때문이다. 즉, 유가가 40달러 이상이라도 가격이 쉽게 떨어질 것 같으면 굳이 비용 부담이 강한 바다로 나가기보다 안전한 육상에서 할 유인이 크다.

자, 이제 바다로 나갑시다

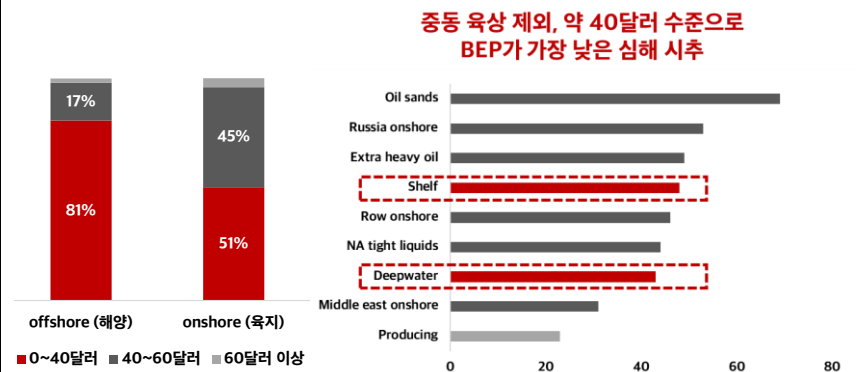
하지만 현재 유가는 80달러 위에서 안정돼 있으며, 패권을 쥔 러시아와 OPEC은 이를 내릴 생각이 전혀 없다. 즉, 기준인 40달러를 2배 이상 상회하는 초 고유가 시대의 장기화가 예견되고 있으며, 이는 해양 시추를 정답지로 내밀고 있다.

그림 3-11. 시추별 탄소배출 (단위:kgCO2/배럴)



출처: Rystad Energy, SMIC 5팀

그림 3-12. 시추 프로젝트별 BEP 비중 및 시추 지역별 BEP (단위: 달러)



출처: Rystad Energy, SMIC 5팀

3.3. 시추, 우리가 다 풀어줄 테니 일단 뽑아 줘!

미국으로 보는
해양 시추 허가량 폭발!

이를 증명하듯 현재 해양 시추 허가량은 폭발하고 있다. 대표적으로 친환경을 내세우는 미국 바이든의 노선 변경이 이를 전적으로 보여준다. 미국 내 원유, 가스 시추 금지를 공약으로 내세우며 당선된 바이든은 지난 8월 공약을 파기하며 신규 5개년 계획안을 발효했다. 이를 통해 멕시코만 일대의 8,080만 에이커에 달하는 해역에서 최대 11건의 시추권 임대 허가를 내줄 계획이며, 이는 미국 역사상 최대 규모에 달한다.

허가만 나오는 게 아니다,
시추 계획도 나왔다

뿐만 아니다. 세계 곳곳에서 시추 수요가 쏟아져 나오고 있다. 그리스 Zitsa 지역에서는 22년 만에, Prinos 지역에서는 43년만에 천연가스에 초점을 맞춘 탐사 시추 작업을 시작하였다. 또한 그간 석유를 생산하지 않던 모로코는 에너지 자립을 위한 석유 탐사에 올해 9개월 동안 2,500만 유로의 투자를 유치했다. 환경은 멀고, 인플레이션은 가까운 현실 속에서 전통에너지에 대한 세계의 시급한 수요를 곳곳에서 느낄 수 있는 대목이다.

그럼 이 계획,
실현이 될까?

시추 허가도 떨어졌고, 세계 곳곳에서 시추를 하겠다는 계획도 속속들이 발표되는 지금, 정말로 이런 수요들이 시추 업체에게 실제로 오고 있을까? 정답부터 말하자면 그렇다. 이미 [그림 3-13~14.]을 보면 알 수 있듯, 글로벌 허가 완료된 해양 Greenfield 자본 투입 규모 추이와 최근 플로터, 작업의 가동률을 보면 저유가를 거치며 바닥까지 떨어진 시추선 수요는 앞서 말한 순풍을 타고 날아가는 초입에 있다.

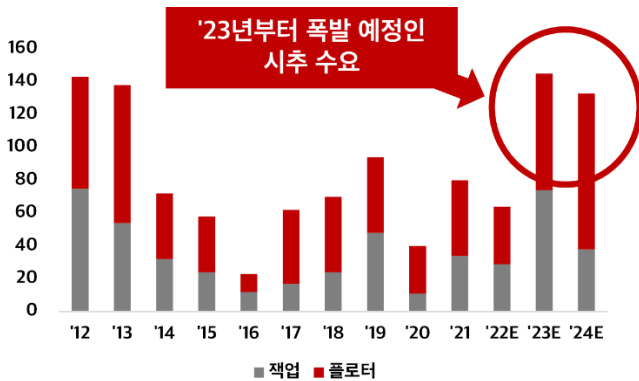
이미 예정된
'23년 시추 수요 대폭발

여기서 언급하는 Greenfield란 개발된 적 없는 부지를 의미하는 것으로, 첫 시추에 투입되는 것을 의미한다. 현재 허가가 완료된, greenfield 투입 예정 작업 및 플로터 시추선 규모는 당장 '23년부터 폭발할 예정이다. 이는 과거 시추 업체들의 전성기 시절이던 '12년 수준이며, 동시에 구조조정을 마치고 '21년 대비 크게 상승하는 작업 및 플로터의 가동률은 지나간 저유가 업황을 떨쳐내고 날아오를 해양 시추 산업의 장밋빛 미래가 머지 않았음을 보여 준다.

공급은 원활할까...?

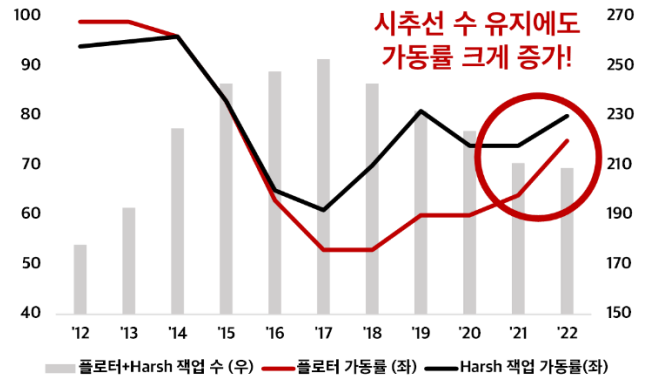
정리하자면, 현재의 에너지 대란을 해결하기 위해 시추 수요는 증가해야만 하고, 해양 시추에 그 Key가 있으며, 시추 허가 환경마저 받쳐 주는 상황에 시추 수요 폭발이 다가오고 있다. 그렇다면 검은 황금을 찾으러 나가는 이들이 타고 나갈 배는 어떨까? 시추선 공급은 득달같이 몰려오는 수요를 받아낼 수 있을까?

그림 3-13. 허가 완료된 Greenfield 자본 투입 규모 (단위: Bn \$)



출처: Rystad Energy, SMIC 5팀

그림 3-14. 글로벌 플로터/Harsh 작업 수 및 가동률 (단위: %)



출처: S&P Global, SMIC 5팀

3.4. 저희 오늘부로 장사 접습니다 - 저유가와 함께 온 구조조정 칼날

수요는 좋은데,
공급이 받쳐 줄까?

지금까지 우리는 Top-down 관점으로 해양 시추업자들에게 엄청난 수요가 몰려오고 있음을 정리하였다. 수요는 확실히 좋다. 하지만 가장 중요한 공급인, 해양 시추업자들이 보유하고 있는 시추선의 현 상황은 어떨까?

시추선이요? 없어요.
아니 그냥 없어요.

장비도, 식량도 챙겼고, 보물섬의 위치도 지도에 표시해 두었다. 검은 황금을 되찾으러 온 사나이들은 바다로 나갈 준비를 끝마쳤다. 그러나 항구에 그들이 탈 배가 없다. 앞선 글에서 확인한 시추선 수요의 폭발과 정반대로, 공급은 지난 10년간의 업황 속에서 꽉 틀어막혀 있는 상황이다. 사람들은 언제 뜰 지 모르는 배를 기다리며 항구에 앉아서 기다릴 뿐이다.

당근은 다 즐기셨나요?
이제 채찍 시간입니다...

배럴당 100달러 선을 유지하는 고유가 속에서 파티를 즐기던 해양 시추 기업들은 '14년 상반기 이후 '검은 절벽'을 그리며 유가 급락을 맞이했다. 거기에 '20년 3월 코로나 직후 사우디-러시아발 유가 대폭락사태로 사상 초유의 마이너스 유가 사태까지 벌어지면서 해양플랜트 산업 전반이 쪼그라들었고, 신규 유전 탐사 감소를 필두로 리그 가동률 역시 급락하였다.

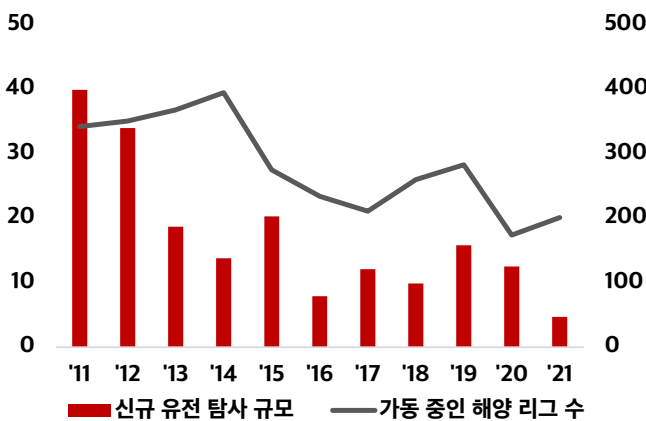
신규 유전 탐사 ↓
해양시추 가동률 ↓
→
해양시추 기업 구조조정

[그림 3-15.]는 그러한 경향성을 여실히 보여 준다. '14년부터 공급과잉이 점쳐지고 유가가 하락하면서 꾸준히 급락하는 신규 유전지대 탐사량은 '18년에 최저에 가까운 수준까지 떨어지며, 전 세계에서 가동되는 해양시추 시설의 수는 '14년과 '20년에 큰 폭으로 감소한다. 거기에 글로벌적으로 논의되는 친환경 에너지의 수요 증가와 탈탄소화 논의 역시 감소폭의 가속을 가져왔다. 이 거시적인 환경 속에서, 고유가 속에서 파티를 즐기던 해양 시추 기업들은 거의 10년간 이어질 최대의 구조조정 시기를 마주하게 되었다.

당시의 험악했던
시장 분위기

'지금 당장은 구조적으로 회복하기가 힘들다.' '20년 3월 당시 해양시추 산업에 대한 평가다. 매우 자본집약적인 사업 특성상 해양시추 산업은 저유가 상황에서 비용의 압박이 매우 크게 다가오는데, 거의 8년간 이어진 저유가 랠리는 수많은 기업들이 차례차례 Chapter 11(파산법원 감독 하 회생 모색을 목적으로 구조조정 절차를 거치는 것)을 신청하거나, 파산하고 인수당하는 상황이 벌어졌다. [그림 3-16.]의 표는 현재의 상위 기업들이 살아남기까지 당시 산업 내 분위기가 얼마나 살벌한 구조조정을 거쳤는지 보여 준다.

그림 3-15. 신규유전 탐사규모/해양 리그 수(단위: 백만 배럴(좌)/대(우))



출처: Transocean IR, SMIC 5팀

그림 3-16. '16년~'22년 주요 해양 시추기업 구조조정 판도

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Shelf				Ch. 11			Shelf
Paragon offshore		합병완료					
Borr							
Noble							
Pacific Drilling					Ch. 11	합병완료	
Maersk						합병선언	합병완료
Atwood Oceanics							
EnSCO							
EnSCO&Rowan → Valaris							
Rowan							
사명 변경							
Transocean							
Ocean rigs							
Songa Offshore		합병선언	합병완료				
Diamond offshore					Ch. 11		Diamond offshore
Seadrill						Ch. 11	Seadrill

출처: 각 사 종합, SMIC 5팀

3.5. 기름도 비싸졌는데 왜 배를 못 띄우니... - 아니 배가 없다니까요?

파티가 왔는데...
빌려줄 배가 없어요

그러나 드디어, 저유가 속에서 혹독한 구조조정을 거친 석유 및 가스 기업에게 **황금기**가 찾아왔다. 2년이 채 되지 않는 시간에 배럴당 100달러 수준까지 솟아오른 유가는 거의 10년만에 찾아온 강력한 모멘텀이고, **놓칠 수 없는 기회**다. 동사를 비롯한 해양플랜트 관련 기업들이 샴페인을 딸 때가 찾아왔다. 그러나 그들이 가진 시추선 숫자와 시장의 동향을 보면 폭발하는 수요에 비해 신규 시추선 공급은 **꽉 틀어막혀** 있는 듯하다.

시추선 숫자는
유가 대비 Time Lag!

일단 기본적으로, **지금 당장 기업들이 가지고 있는 배가 많지 않다!** [그림 3-17.]를 보면 알 수 있듯, 실제로 운용되는 **시추선 수는 유가에 Time Lag**가 존재한다. 워낙에 거대하고 자본 집약적인 산업인 데다가, 시추선을 추가로 발주해 인도받는 데까지 **최소 2~3년의 시간차**가 존재하기 때문이다. 운용중인 시추선 숫자의 피크는 유가가 고점이던 '12~'14년이 아닌 '17년이며, **다시 유가 황금기가 돌아온 현재, 시추선 숫자는 다시 '14년 수준으로** 돌아가 있다.

저유가 기간 동안
시추선 숫자 크게 ↓

이 역시 앞선 구조조정 기간 동안 해양 시추 기업들이 보유한 시추선 숫자를 줄임으로서 발생한 일이다. 실제로 '20년 당시 유가가 폭락하며 재정 악화 가속화로 8월 초까지 **25대의 리그가 폐기**되었다. 해양시추 관련 기업 중 가장 거대한 Transocean의 경우, '14년 당시 약 **90대**의 플릿을 운용했으나 구조조정을 거치며 '22년 8월 기준 **39대**의 플릿을 운용 중이다.

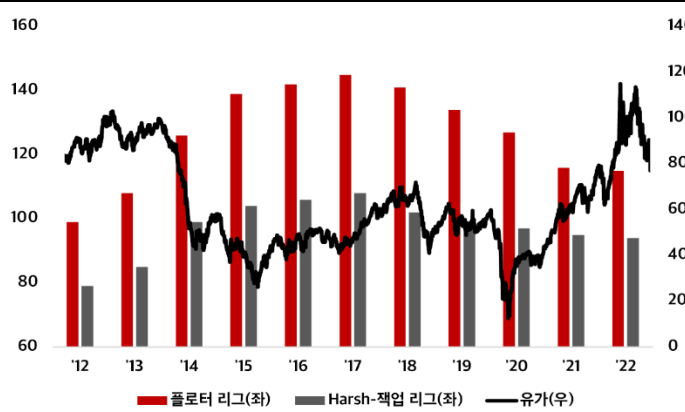
거기에 해양플랜트
투자 심리까지 ↓

심지어 나빠지는 업황에 글로벌 **해양플랜트 투자**는 '20년까지 **바닥 수준**으로 떨어졌다. 이후 3.6.에서 자세히 설명하겠지만 저유가가 장기화되며 발주처의 투자 심리는 **쪼그라들었다**. '10년대 초반 고유가 당시 발주를 넣었던 선박들에 대해 **인도를 포기**하거나 **계약을 일방적으로 해지**하였고, 동시에 해양플랜트 관련 발주 규모도 '20년에 바닥을 찍었다. 이후 유가가 오른 최근에서야 뒤늦게 해양플랜트에 대한 투자 심리가 회복되고 있는 중이다.

당장은 있는 시추선만
돌려야 하는데...
새 시추선은 언제 와요?

즉, 장기화된 저유가 상황에서 줄어든 시추선 수와, 세계적으로도 시추선에 대한 투자심리가 약화되었음을 고려하면, **지금 당장은 한정된 시추선을 더 효율적으로 돌려야** 한다는 결론이 나온다. 그렇다면 결국 시추선 수급 불균형을 해결하기 위해서는 **조선사에 발주를 통해 시추선을 건조**하는 수밖에 없다. 하지만 그마저도 쉽지 않아 보인다.

그림 3-17. 글로벌 운용 시추선 수 및 유가 (단위: 척, \$/배럴)



출처: 동사 IR, SMIC 5팀

그림 3-18. 국내 조선사 시추선 수주 계약해지 대표사례

조선사	시추선종	수주상대	수주	계약해지
삼성중공업	드릴십	Ocean Rig	'13년	'19년
		Ocean Rig	'13년	'19년
		Seadrill	'12년	'17년
		Seadrill	'13년	'18년
대우조선해양	드릴십	Vantage Drilling	'11년	'15년
		Seadrill	'13년	'18년
		Seadrill	'13년	'18년
		Valaris	'13년	인도연기
현대중공업	드릴십	Rowan	'12년	'17년
		Fred. Olsen	'12년	'15년
	반잠수식	Fred. Olsen	'12년	'15년

출처: Clarkson, SMIC 5팀

3.6. 배 주문 넣으시기 전에 만들어 둔 것부터 가져가세요 - 시추선 발주도 불가능!

새 시추선이요...?
말기신 물건이나
좀 들고 가세요!

앞서 다룬 원유/천연가스 밸류체인 상에서 알 수 있듯, 드릴십, 잭업 등을 포함하는 대부분의 해양플랜트 수주 산업은 대형 조선사들을 중심으로 이루어진다. 그리고 90% 이상의 점유율을 보이며 산업을 선도 중인 세 국가가 바로 한국, 중국, 싱가포르다. 그러나 현재 해당 조선사들의 수주 목록에 시추선이 비집고 들어갈 공간은 없다. 그보다 시추사들은 신규 발주는 꿈도 못 꾸고, 기존에 약성 재고로 조선사들에 떠넘겼던 일부 물량부터 모셔 가야 할 판이다.

세계 조선소들 한 켠에서
자리만 차지중인 시추선

이미 조선사 한켠에는 과거 '10년대 초 수주받았던 시추선들이 갈 곳을 잃은 채 외롭게 동동 떠 있다. 저유가로 해양플랜트 업황이 나빠지자 시추업자들은 시추선 인도를 일방적으로 포기하거나 파산을 선언하였다. 실제로 '10년대 초 해양플랜트 산업에 적극적으로 진출했던 한국 조선 3사는 주인을 기다리는 미인도 드릴십들을 아직도 보유하고 있으며, 이는 매 분기마다 비용으로 계상되며 조선사들의 재무구조 개선 발목을 잡고 있다. 애플단지 그 자체다.

LNG선이 이렇게 예쁜데,
굳이 시추선을...?

거기다 조선사들은 이미 '역대급' 수주 잔고를 과시하고 있다. 이미 '22년 기준으로 국내 조선 3사의 수주잔고는 무려 3500만CGT이며, 이는 향후 3년간의 일감이다. 해당 수주잔고의 상당수는 러-우 전쟁과 천연가스 수요 증가로 주목받은 LNG선으로 이루어져 있다. 이러한 상황인 만큼, 조선소는 굳이 아픈 기억이 있는 신규 시추선 수주를 받아들 이유가 없고, 당분간 '20년대에 만들어진 '새뺑' 시추선은 바다에서 찾아볼 수 없을 예정이다.

이미 버렸던 배지만,
다시 보니 선녀 같다!

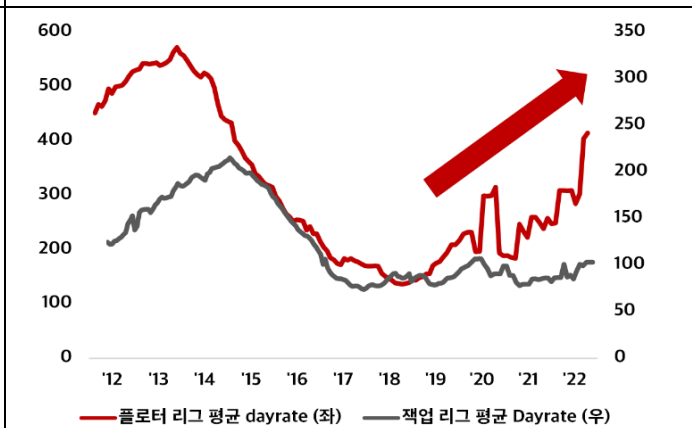
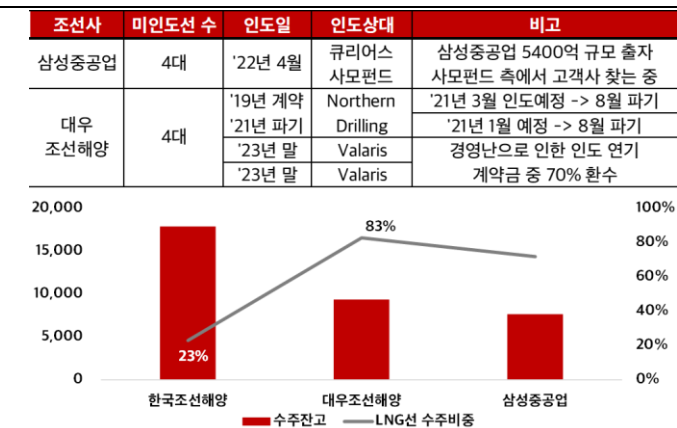
따라서 과거 해양 시추업체들이 매몰차게 버리고 떠나간 조선소 한 켠의 시추선이 거의 유일한 공급선이다. 그러나 추후 다룰 현재 해양 시추업체들의 취약한 재무구조와 재상장 이슈로 인한 대규모 현금가용의 제한으로 인해, 얼마 되지 않는 이 물량들마저 시추사들의 현금흐름이 충분히 회복되기 전까지 조선소에서 자리를 차지하고 있을 것으로 보인다.

시추선 공급 불균형,
→급등하는 Dayrate로
증명 완료!

즉, 업황은 좋아졌지만, 그간의 다이어트와 계약 해지, 수주의 어려움으로 인해 당분간 공급될 수 있는 시추선은 조선소에 남겨진 얼마 되지 않는 물량이 전부다. 이를 방증하듯 시추선 Dayrate는 급등하고 있다. Transocean은 플로터 Dayrate가 근시일 내 50만\$/일 까지 상승할 것이라 가이드를 제시했으며 이미 '10년도 초반 플로터 Dayrate가 60만\$/일 선에서 형성되었음을 감안하면, 동사가 안심하고 파티를 즐길 준비는 이미 끝났다고 할 수 있다.

그림 3-19. 국내 조선3사 미인도물량 및 수주잔고(단위: 천 CGT)

그림 3-20. 글로벌 잭업/플로터 리그 Dayrate (단위: 천 달러)



출처: 각 사 종합, SMIC 5팀

출처: Clarkson(~'19), S&P Global('19~), SMIC 5팀

4. 해양 시추 시장의 동트는 해, Noble Corp.

턴어라운드하는 시장 속,
동사를 주목하라!

천연가스와 석유의 수급 불균형이 장기화되는 상황에서, 결국 '새로이' 발견하고, 캐내는 것이 불가피함을 확인하였다. 더 나아가, 통상적인 예측과 달리 현 상황 속에서는 육상 시추 대비 해양 시추가 유리하다는 점을 이해했을 것이다. 턴어라운드하는 시장 속에서, 잭업과 플로터를 모두 갖춘 동사는 'Noble' 같은 존재다.

자국 연안 = 잭업
심해 어딘든 = 플로터

동사만의 매력을 설명하기에 앞서, 잭업과 플로터의 특징부터 숙지해야 한다. 자국 연안에서 자국 기업이 시추하기 위해 활용하는 것이 잭업이라면, 멀리 다른 나라 심해까지 가서 시추할 때 사용되는 장비가 플로터다.

견조한 수요의 잭업,
잠재력 높은 플로터

잭업은 북해와 중동에서 주로 사용하며, 플로터는 주로 Golden Triangle에서 시추한다. 잭업은 에너지 보유량이 높은 중동과 북해를 기반으로 견고한 수요를 보여주고, 플로터는 석유 및 가스 매장 잠재력이 매우 높은 Golden Triangle의 시추 수요와 직결되는 경향을 보인다. 아래의 지도와 분류를 염두에 두고, 동사의 강점을 살펴보자.

그림 4-1. 플로터 및 잭업의 주요 사용 위치



출처: SMIC 5팀

4.1. Jackup으로 안정성 check-up ✓

잭업 수요가
플로터 대비 안정적

현재의 상황을 간단히 요약하자면, 잭업은 안정성을 담보하고, 플로터는 성장을 견인한다. 잭업 수요가 플로터에 비해 안정적인 이유로는 ① 잭업이 주로 사용되는 지역의 특징과 ② 플로터 대비 적은 비용이 있다.

든든한 고객님,
중동과 북해

첫 번째, 잭업은 중동과 북해 사용량이 든든하게 받쳐준다. 에너지 강국들이 연안만 가도 넘치는 석유를 시추하기 위해 사용하는 것이 잭업이다. 이러한 국가에서 에너지 산업은 곧 국가 산업으로, 중동과 노르웨이 지역에서는 유가와 무관하게 시추 수요가 발생한다. 꾸준한 시추 수요가 돋보이는 지역에서 사용되기에, 플로터 대비 변동성이 낮다.

OPEC..
해양 시추 산업에서는
호감일지도?

중동 및 북해 시장 각각의 특징에 대해 조금 더 깊이 들어가 책임 수요의 변화를 살펴봄으로써, 책임 수요의 안정성을 한층 더 느껴보자. 감산 정책으로 인한 유가 급등의 장본인인 OPEC은 정작 시추 시장에서 견조한 수요로 Dayrate를 끌어올리고 있다. 일견 감산과 다른 방향으로 움직이는 것처럼 보이지만, 그렇지 않다. 시추와 생산 사이의 시간차를 봐야 한다.

시추와 생산 사이의
time lag → 지속적인
시추 필요

석유는 발견 후 최초 생산까지 평균 5.5년이 걸리고, 최대 생산량 도달까지 평균 17년이 걸린다. Chevron 연안 프로젝트에서는 발견에서 건설까지 30년, 천연 가스 생산까지 6년이 소요됐다. 국제적 정세는 예측 불가하고 산업 특성상 곧바로 대응이 불가능하므로, 현재와 무관하게 석유 및 가스는 지속적으로 시추되어야 하는 것이다.

견조한 노르웨이의 수요,
아직 한 발 남았다!

중동의 굳건한 수요로 안심한 마음을 이끌고 온 북해는 더 밝은 전망을 보여준다. 북해의 책임 수요는 노르웨이와 노르웨이 외 지역(영국, 덴마크, 네덜란드)에서 양상을 달리 하는데, 에너지가 풍부한 노르웨이는 견조한 수요로 cash-cow 역할을 한다. 그런데 노르웨이가 심지어 정부 정책으로 성장을 앞두고 있다. 정부가 시추 기업들에게 자본 지출에 대한 인센티브 및 세금 우대 조치를 시행하기로 발표한 바, 노르웨이는 견조한 수요를 넘어 성장할 것이다.

영국, 덴마크, 네덜란드
북해 책임 시장
끌어올리는 중

노르웨이 외 북해에서는 이미 수요가 급증하여 Dayrate가 치솟고 있다. 현 에너지 대란 속에서 앞바다 시추가 가능한 북해 지역들이 책임을 활용하지 않을 이유가 없기 때문이다. 결국 북해 시장은 노르웨이의 수요를 토대로, 기타 북해 지역들이 성장을 끌어올리고 있다. 이러한 상황을 증명하듯, 동사의 책임 수주잔고 중 노르웨이향 수주는 대부분 27년까지 '견조하게' 계약되어 있으며, 영국, 덴마크, 네덜란드를 중심으로 신규 계약이 들어오고 있다.

동사, 책임을 통해
견조한 수익 창출

즉, 중동 및 북해 지역의 수요는 책임 시장에서 안정성을 담보하는 동시에 작금의 에너지 대란에서 성장성까지 기대하게 한다. 동사는 책임이라는 안전 장치를 통해 견조한 수익을 지속적으로 창출하고 있다. 특히, 동사 책임의 경우 북해향 매출 비중이 크기 때문에 노르웨이를 기반으로 한 북해 책임 시장의 성장 수혜를 온전히 누릴 수 있을 것이다.

저가적으로 유가 변동에
유리한 책임

책임 수요의 안정성이 지역적 특징과 관련 있음을 확인한 바, 두 번째로 비용적 측면도 검토해보자. 동일한 면적을 시추할 시, 연안 대비 심해에서 10배가 넘는 비용이 소요된다. 게다가 시추 성공률이 30% 밖에 되지 않기 때문에, 석유가 매장되어 있지 않은 곳을 시추할 시에는 1억 달러 이상의 손실이 발생한다. 때문에 저유가 시대에는 심해까지 들어갈 엄두도 낼 수 없으며, 저비용 책임이 유가 변동에 상대적으로 유리하다.

그림 4-2. 동사의 북유럽향 책임 수주잔고



출처: 동사 Fleet Status Report, SMIC 5팀

4.2. 플로터에게 터지는 spotlight

새로운 패러다임의 주인공, 플로터 책임이 견조한 수요를 보여주는 반면에, **고유가-에너지 대란**이라는 새로운 패러다임 속에서 수혜를 받는 시추 기종이 있었으니, **동사가 높은 비중으로 보유한 플로터**다. 플로터의 강한 성장성 뒤에 어떠한 배경이 있었기에 동사에게 **이토록 강한 성장 동력**이 되었을까.

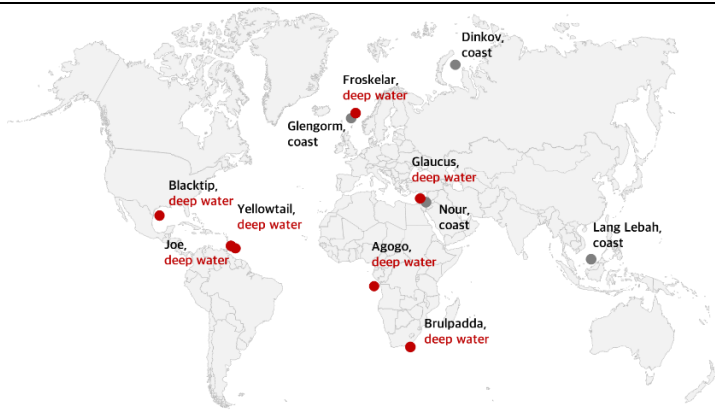
심해 유전 수요 증가 + 라이선스 증가 = 플로터 수요 증가 책임이 플로터 대비 비용 측면에서 유리함을 기억할 것이다. 그러나 시장 플레이어들은 책임을 이용한 연안 시추에서 만족하지 않고, **석유가 잠들어 있는 심해로 향해야** 한다. 심해 시추는 다소 특수하다. **심해 유전에 대한 수요 증가**뿐만 아니라, 기업에게 국가가 심해 시추를 허가하는 **라이선스의 증가**도 필요하다. 그러나 앞서 멕시코만의 사례로 **심해 유전 허가가 확대** 되는 추세를 알아보았으니, 지금부터는 **심해 유전에 대한 수요 중심**으로 다루어 보자.

기술이 발전되었으니, 심해로 가자! 심해 유전에 대한 수요는 ① **해양 시추기술의 발전**, ② **당위를 넘어 필수가 된 에너지 자립**이라는 두 가지 요소가 견인한다. 현재, 대세는 육지와 연안 바다가 아닌 심해로 옮겨가고 있다. 비교적 쉽게 발굴 가능했던 육지와 연안 바다의 석유 개발이 한계를 드러내고, 심해의 수압을 견디는 **기술이 발전**했기 때문이다. **새로운 시추의 66%가 심해에서 발생**한다는 사실은 잠재력이 큰 심해 시추에 투자하는 것이 유리한 시대가 왔음을 반증한다. 요컨대, 인간의 손길이 닿지 않은 수킬로미터 아래의 잠재력을 찾는 시대에서, **플로터의 성장**은 예견된 것이다.

내 나라에 석유가스가 없다면,, 심해로 가자! 이제 **에너지 자립**에 대한 논의로 들어가자. 에너지 자립은 곧, OPEC과 러시아 외 기업의 에너지 생산에 대한 수요 급증을 뜻한다. 수요가 증가함에 따라 에너지 가격은 높게 유지될 것이고, **이윤을 추구하는 기업들은 석유가스를 ‘어떻게든 캐낼’** 것이다. 그렇다면 자국의 연안과 육지에 자원이 있는 경우에만 가격 상승의 혜택을 누릴 수 있을까? **그렇지 않다.** 알다시피, 자본주의 사회에서 기업들은 어떻게든 방법을 찾는다. 역시나 **해답은 심해 속 플로터**에 있다.

에너지 전쟁 속 유일한 해답이 된 플로터 [그림 4-4.]는 OPEC, 러시아, 연안 및 육지를 제외하면 **유일한 희망은 심해(Deepwater)**뿐임을 시사한다. 때문에 **에너지 전쟁 속에서 ‘생존’**하고자 하는 국가들이 늘어날수록, **심해 시추와 플로터의 필요성은 증대**된다. 다시 한번 언급하자면, 현재는 국가들이 **에너지를 ‘무기’**로 사용하는 시대로, 어느 때보다 **에너지 안보가 중요**하다. 심해 시추가 비용이 많이 들어도, 플로터 Dayrate이 치솟아도, **다른 선택지 없이 플로터만이 답**이 될 수 있는 것이다.

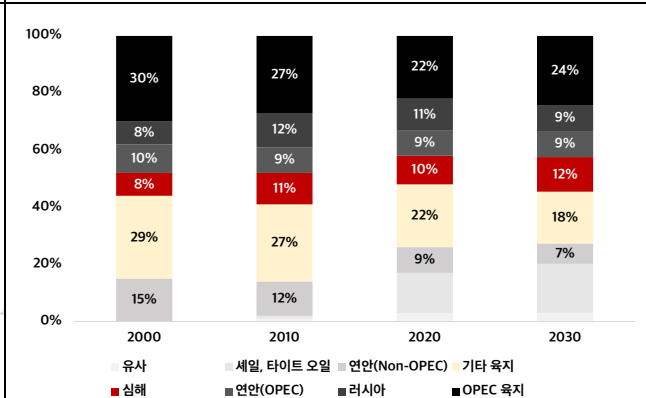
그림 4-3. 석유 최근 발견 위치



출처: VesselsValue, SMIC 5팀

그림 4-4. 석유 생산 출처

(단위: %)



출처: 동사 IR, SMIC 5팀

수혜의 최전방에 있는
동사

제품 중 책임만이 매력적이긴 했더니, 플로터는 더욱 강하게 동사를 밀어준다. 매력적인 제품 군을 두 가지나 갖춘 동사, 과연 두 제품군을 어떻게 활용하여 성장해 나가고 있을지 주목할 만하다. 요컨대, 동사는 **최전방에서 수혜를 받을 수 있는 사업 구성을 갖추고 있다.**

4.3. 책임을 발판삼아, 플로터라는 로켓을 타고

책임/플로터 only
< 책임 & 플로터 win!

책임은 안정성, 플로터는 성장성임이 이제 마음 속 깊이 자리 잡았을 것이다. 플로터가 성장성을 대표한다면, 왜 플로터만을 가진 기업이 아닌, **책임과 플로터를 모두 아우르는 기업**을 택해야 하는 것일까?

헬멧 없이 오토바이 탄
기업, 호되게 당하다

Diamond와 Transocean사의 재무상태표를 살펴보면, **책임이라는 헬멧 없이 플로터라는 오토바이에 오르는 것이 얼마나 큰 위험인지** 알 수 있다. 심해까지 가기 위해서는 큰 비용이 발생하여 저유가 시대에는 엄두도 내지 못했다는 점을 상기해보자. 때문에 상당히 긴 기간동안 플로터는 사용률이 저조했고, 두 기업은 **피어 대비 더욱 처참한 실적을** 보여주었다.

주주환원까지 한참
먼 기업들 조심!

Diamond는 현재까지도 흑자 전환을 하지 못했고, Transocean은 기형적으로 높은 부채비율과 레버리지로 파산을 방어해왔다. 결국 두 기업은 **본격 턴어라운드 및 주주환원까지 장기적인 시간이 소요될 수밖에 없다.**

그림 4-5. 동사 Peer 재무 요약

기업명	제품	영업이익률			Net Debt		Net Leverage	
		20	21	1Q22	2Q22	3Q22		
Noble	플로터 & 책임	-423.5	-8.9	-6.4	17.1	22.3	11.9	0.1
Valaris	플로터 & 책임	-302.3	-11.4	-15.8	3.5	14.3	-74.5	0.0
Seadrill	플로터 & 책임	-430.4	-49.6	N/A	3.3	N/A	668.0	11.3
Shelf	책임	-28.1	9.9	18.2	13.7	19.2	1279.8	27.5
Borr	책임	-61.1	-34.5	-15.0	0.7	N/A	1895.0	62.7
Diamond	플로터	-167.7	-23.8	-25.3	-5.9	-4.0	481.3	26.2
Transocean	플로터	1.3	-1.3	-8.7	4.6	8.1	6247.0	22.6

* Net Leverage = (Net Debt / adjusted EBITDA)

출처: 각 사 사업보고서, SMIC 5팀

경쟁사들의
열악한 재무구조로
막힌 Q

위에서 논한 열악한 기업의 재무상태는 **얼마 없는 Q 확장 여력까지도 막아버린다.** 해양 시추 기업들이 Q를 확장하는 방법에는 두 가지가 있다. ① 조선소에서 시추선을 새로 사오거나, ② 냉성재고를 활성화하는 것이다.

Q 확장 가능성,
only 냉성재고에!

조선소에서 시추선을 새로 발주하는 것은 앞서 증명했듯이 불가능하다. '10년대 초에 조선소가 수주 받은 시추선들이 인도되지 못하고 재무구조 개선의 발목을 잡고 있는 상황에서, 조선소가 두 번 당해줄 리 없다. 해양 시추 업체들은 이미 만들어진 선박 내에서 어떻게든 해결해야 함을 언급한 바, **유일한 Q 확장의 가능성은 냉성재고에 있다.** 플로터 수요가 급증하는 현재, 기업들이 Q 확장을 놓칠 리 없지만, 안타깝게도, 모두가 하고 싶어할 **냉성재고의 활성화는 아무나 할 수 있는 것이 아니다.**

Q 확장 전에, 주주 신뢰 회복부터 ☺

냉성재고는 재활성화하는 데 약 3억달러의 비용을 필요로 하므로, 재무구조가 열악한 Transocean과 Diamond 등은 냉성재고를 활성화할 수 없다. 한 산업 내 여러 기업이 파산한 과거가 있기에, 해양 시추 기업들은 주주들의 신뢰를 얻는 것이 우선이다. 고로, 적자거나 부채비율이 높은 기업들은 새로운 투자를 단행하기보다 현재 가지고 있는 플로터를 활용하여 재무 상태를 개선해야 한다. 결국, **플로터 Q 성장을 견인할 수 있는 것도 다시 플로터와 작업을 동시에 보유하는 기업들이다.**

재무구조 양호 + 냉성재고 활성화 비용 ↓ → 최상의 조건

냉성재고를 통한 Q 확장 측면에서 동사는 특히나 강점을 가진다. 앞서 언급한 일반 제품과 달리, Tier 1 제품들은 약 1억달러의 비용만이 발생한다. 놀랍게도, 동사는 'stacked'된 제품 중 66%가 Tier 1이다. 위에서 언급했듯, 안정된 재무상태로 **Q 확장 여력을 확보한 동사가, Q 확장을 위해 투입해야 하는 비용마저 획기적으로 낮다는 사실에** 가히 놀라지 않을 수 없다.

4.4. 해양 시추 시장을 쟁하게 비추는, 동사라는 하나의 태양

살아남은 3사 중 동사가 best인 이유는?

결국 플로터 또는 작업만으로는 패러다임 변화 속에서 주인공이 될 수 없다. 고로, 위에서 언급된 기업 중 동사, Valaris, Seadrill이 화두의 중심이 되었다. 그러나 **하늘의 세 개의 태양이 떠 있을 수는 없는 법**, 동사가 Valaris와 Seadrill을 밀어내고 **하나의 태양으로 떠오를 수 있는 이유**를 입증해 보고자 한다.

가장 높은 플로터의 비율

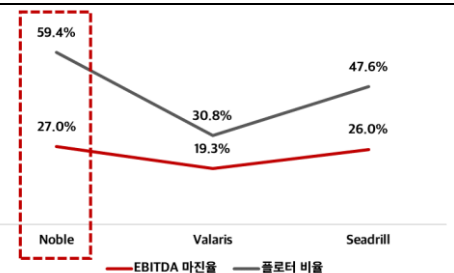
첫 번째, 동사는 3사 중 **제품 대비 플로터의 비율**이 가장 높다. 플로터가 성장의 핵심이라고 지속적으로 언급한 바, **높은 플로터의 비율은 곧 높은 EBITDA 마진율로 직결된다.** 아니나 다를까, [그림 4-7.]에서 플로터 비율과 EBITDA 마진율의 추세가 같음을 확인할 수 있다. 마진율뿐만 아니라, 영업이익률을 보더라도 동사는 Valaris와 Seadrill 대비 **2년간 높은 수익성**을 유지하고 있다. 안전 마진과 성장성을 두루 갖춘 기업들 사이에서, **성장 동력을 '가장 많은 비율로 보유한' 점**은 턴어라운드 시점에 큰 매력으로 다가온다.

그림 4-6. 동사, Valaris, Seadrill 플릿 포트폴리오 및 재무 요약

(단위: 대)	Noble	Valaris	Seadrill	(단위: 백만 달러)	Noble	Valaris	Seadrill
드릴십 (A)	15	11	8	EBITDA	74	84	75
반잠수식 (B)	4	5	2	Revenue	275	437	284
플로터 (A+B)	19	16	10	Net Debt	58	-8	632
작업 (C)	13	36	11	Net Leverage	0.78	-0.09	8.43
플로터 비율	59.4%	30.8%	47.6%	EBITDA 마진율	27.0%	19.3%	26.0%

출처: 각 사 종합, SMIC 5팀

그림 4-7. 3사 EBITDA 마진율, 플로터비율



출처: 각 사 사업보고서, SMIC 5팀

북극곰과 같은 동사

두 번째, 북해의 **혹독한 겨울나기에** 특화되어 있다. [그림 4-9.]의 Harsh와 Ultra Harsh 제품들은 혹독한 겨울 및 바다 환경에 특화된 제품을 일컫는다. 동사는 Harsh와 Ultra Harsh 제품이 전부인 것에 반해, 타사는 스탠다드 제품의 비율이 현저히 높다. 결국, Valaris는 4Q 실적 컨센서스를 하회할 가능성이 있음을 밝힌 것에 반해, 동사의 실적만은 견고하다. Valaris와 동사 모두 작업 중 다수가 북해에 분포되어 있기 때문이다. 동사는 주요 경쟁사 사이에서도 **매우 '내실 있는' 기업인 것이다.**

동사, 그저 ‘압도적’

정리하자면, Valaris는 플로터 비율이 낮아 EBITDA 마진율이 낮고, 겨울에 취약하다. Seadrill도 마찬가지로 Harsh와 Ultra Harsh 작업이 거의 없어 겨울에 취약하고, 위의 [그림 4-5.]를 참고하면 Net Debt가 매우 높음을 알 수 있다. 결국 **안정적인 재무상태를 바탕으로, 높은 EBITDA 마진율로 도약하고 있는 동사의 성공은 예견된 결과이다.**

그림 4-8. Valaris 3Q22 컨퍼런스 콜

We expect some rigs work in the North Sea outside of Norway to go idle later this year, as we enter **the seasonally weaker winter** months, and rigs complete their current programs. While utilization during the first

그림 4-9. 종류별 작업 대수

(단위: 대, %)

	스탠다드 작업	Harsh 작업	Ultra Harsh 작업	Harsh 및 Ultra Harsh 비율
전체	378	89	16	22%
Noble	0	8	5	100%
Valaris	24	12 (Harsh + Ultra Harsh)		33%
Seadrill	7	2	0	22%

출처: Valaris Conference Call, SMIC 5팀

출처: 각 사 IR, SMIC 5팀

**폭발적 수요 증가 +
틀어막힌 공급
= 수급 불균형**

마지막으로, 본 보고서의 내용을 다시 한번 요약해보자. 앞서 3장에서 현재 세계적인 에너지 대란으로 시간과 수익성 측면에서 **유리한 해양 시추 수요가 폭발적으로 증가하고 있으나, 대대적인 구조조정 이후 공급은 틀어 막힌 상태로 유지되고 있음**을 살펴보았다. 특히, 시추선의 신규 생산마저 단기적으로 불가능한 상황으로, **수급 불균형은 당분간 지속될 수밖에 없다.**

**견조한 수익의 작업 +
구조적 성장의 플로터
→ 수혜 흡수!**

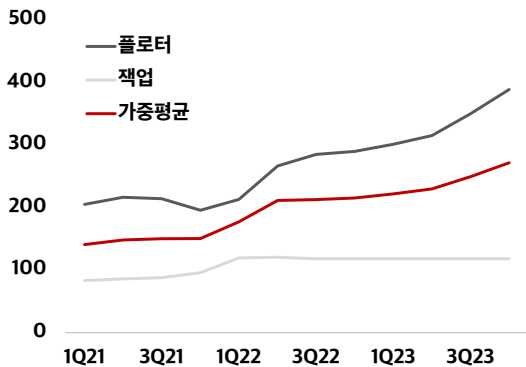
산업의 내러티브 속에서 동사는 **견조한 수익 창출원인 작업과 급속도의 구조적 성장을 마주할 플로터를 동시에 보유하여 산업의 모든 수혜를 흡수하고 있다.** 동사가 보유한 플릿들은 대부분이 Top-tier 기기들로 타사 대비 높은 수익을 창출하고 있으며 재고 또한 누구보다 먼저 가동될 수 있는 상태이다.

**Dayrate로 증명하는
동사의 성장세**

동사가 향유할 달콤한 미래는 수익성과 가장 직결되어 있는 지표, Dayrate와 수주잔고에서 보다 직관적으로 나타난다. 동사의 **Dayrate와 수주잔고는 '21년 이후 강한 상승세에 접어들고 있으며, 이는 시작에 불과하다. 'Noble'한 영광을 되찾을 동사에 주목해야 하는 시점이다.**

그림 4-10. 동사 Dayrate 추이 및 전망

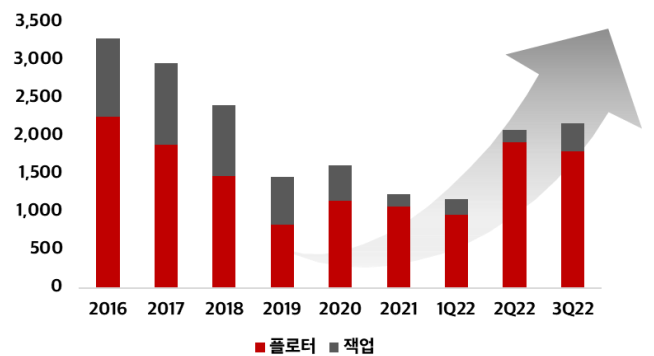
(단위: 천 달러)



출처: 동사 Fleet Status Report, SMIC 5팀

그림 4-11. 동사 수주잔고 추이

(단위: 백만 달러)



출처: 동사 IR, SMIC 5팀

5. 매출추정

동사 매출은 Contract Drilling Services와 Reimbursables and other로 나뉜다. 전자는 동사 플릿 임대 수입으로 대부분의 매출을 차지하여 이를 상세히 추정해주었다.

플릿을 Floater와 Jackup으로 나눈 다음, Floater와 Jackup 각각에 대하여 P에 해당하는 average dayrate(이하 dayrate)와 Q에 해당하는 operating day를 곱하여 추정했다. 다만, 동사는 10월 3일자로 Maersk Drilling과의 합병을 완료하여 fleet 수는 60% 증가했고 수주잔고는 약 2배가 되었다. 즉, 3분기부터 상당한 외형 확장을 이룬 바, 이를 온전히 매출 추정에 반영하는 것이 중요하다. 따라서 합병 전후 동사와 Maersk의 플릿 데이터를 활용하여 합병 기준 3Q22의 dayrate와 operating day를 구하였다.

(1) P - 합병 후 dayrate 추정

먼저, 동사와 Maersk의 dayrate가 유의미하게 차이나므로 이를 반영했다. Floater, Jackup 각 플릿에 대하여 '19~'21년 평균 동사 대비 Maersk의 dayrate 비율을 구했다. 이후 각 플릿에 대하여 동사와 Maersk의 플릿이 차지하는 비중을 반영한 가중평균 dayrate를 도출했다.

19~21년 fleet별 dayrate 및 Maersk 상대비율 (단위: 달러)				합병 이후 각 사 Fleet 개수 및 비중 (단위: 대)					
Maersk Floater	233,667	Maersk Jackup	210,667	Noble	Maersk	Noble	Maersk		
Noble Floater	228,517	Noble Jackup	116,668	Floater	12	7	Jackup	3	10
Maersk/Noble	102.3%	Maersk/Noble	180.6%	비중	63%	37%	비중	23%	77%

3Q22 합병 기준 dayrate 산출 (단위: 달러)			
Floater		Jackup	
Noble - 63%	285,362	Noble - 23%	118,209
maersk - 37%	291,793	Maersk - 77%	213,449
가중평균 Floater	287,731	가중평균 Jackup	191,470

(2) Q - 합병 후 operating day 및 available day 추정

다음으로 합병 이후의 operating day와 available day를 추정했다. 3Q22 기준, 각 플릿에 대하여 각 사의 operating day와 available day를 더해 주었다. Maersk의 데이터는 2Q22까지 제공되는 바 이를 Maersk의 3Q22 데이터로 활용한다. 단, 플릿 개수를 살펴본 결과 Maersk가 2Q에서 3Q로 넘어가는 시기 Floater 1대를 매각한 것으로 추정되어 이를 반영해주었다.

3Q22 합병 기준 operating day, available day 산출 (단위: 일)				
a+c	floater operating day	1,353	jackup operating day	1,292
b+d	floater available day	1,652	jackup available day	1,538
	utilization (%)	81.9%	utilization (%)	84.0%
a	noble operating day	792	noble operating day	606
b	noble available day	1,015	noble available day	739
c	maersk operating day	561	maersk operating day	686
d	maersk available day	637	maersk available day	799

(3) 합병 후 매출 추정

합병 기준 3Q22의 각 플릿 별 dayrate와 operating day를 모두 구하였으므로, 이를 바탕으로 4Q22~4Q23와 '24년의 매출을 추정했다.

1) Floater 매출 추정

Floater는 앞선 투자포인트에서 설명한 대로, 현재 폭발하는 수요와 그에 미치지 못하는 공급으로 dayrate가 빠르게 상승하고 있다. 강한 업황이 유지될 전망으로, 그 강도를 온전히 반영해주는 것이 중요하다.

따라서 Floater-only player인 Transocean이 3분기에 발표한 Floater dayrate 분기별 전망치를 활용한다. '21~'22년 dayrate 상승률은, 동사가 Transocean보다 월등히 앞서고 있어 Transocean의 전망치 사용에 큰 무리가 없다고 판단했다.

Transocean, Noble Floater dayrate 추이 및 Transocean 전망치										
(단위: dollars)	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
Transocean ultra-deep dayrate	363,500	351,900	337,100	305,600	334,400	326,600	332,000	345,000	361,000	401,000
QoQ (%)	-2.2%	-3.2%	-4.2%	-9.3%	9.4%	-2.3%	1.7%	3.9%	4.6%	11.1%
Noble Floater dayrate	216,663	214,304	195,812	213,194	266,887	285,362	1Q21 대비 3Q22 dayrate 상승률 비교			
QoQ (%)	5.6%	-1.1%	-8.6%	8.9%	25.2%	6.9%	Transocean	-12.1%	Noble	39.0%

4Q23의 경우 3Q23의 QoQ 상승률 11.1%를 그대로 부여하며, '24년은 4Q23의 dayrate가 유지된다 가정한다. 이 경우 4Q23와 '24년의 dayrate는 392,421달러가 되며, 최근 체결된 '23년~'24년 동사 Floater 계약의 dayrate가 400,000달러를 상회하는 점은 해당 추정치가 합리적인 boundary 내에 있음을 알 수 있다. 해당 계약 데이터는 App.5에 첨부하였다. 한편, 동사가 보유한 3대의 Cold-Stacked Floater 중 2대는 선령이 어린 Tier-1 Drillship으로 강한 업황이 유지된다면 재가동할 유인이 매우 높다고 판단한다. 따라서 '24년 중반부터 1대의 Cold-Stacked Drillship의 재가동을 가정하여 이를 operating day에 더해주었다.

2) Jackup 매출 추정

Jackup의 경우, 북해 Jackup 시장의 main player인 Maersk와의 합병 자체만으로 북해에서 상당한 양의 점유율을 확보하게 되었다. 다만 투자 포인트에서 설명했듯 Jackup은 성장성보다 안정성에 방점을 둔 시장이고, 회사 또한 '23년 jackup 부문에 대하여 Floater와 달리 온건한 수준의 성장을 기대한다고 밝힌 바 있다. 따라서 operating day는 '24년까지 현재 수준이 유지된다 가정한다. 단, '24년부터는 1대의 Cold-Stacked Jackup의 재가동을 가정하여 이를 operating day에 더해주었다. dayrate는 3Q23까지 flat되고, 4Q24와 '24년의 상승률은 2Q22의 QoQ 상승률인 1%를 부여한다.

합병 이후 Contract Drilling Services 매출액 추정								
(단위: US dollars in thousands)	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E	2024E
Contract Drilling Services	636,553	642,988	658,479	677,544	725,208	780,627	2,841,857	3,282,965
Floater Revenue	389,174	395,609	411,099	430,165	477,828	530,773	1,849,866	2,189,440
dayrate (\$)	287,731	292,489	303,942	318,037	353,277	392,421		392,421
QoQ, YoY (%)		1.7%	3.9%	4.6%	11.1%	11.1%		0.0%
operating day	1,353	1,353	1,353	1,353	1,353	1,353		5,579
available day	1,652	1,652	1,652	1,652	1,652	1,652		6,610
utilization (%)	81.9%	81.9%	81.9%	81.9%	81.9%	81.9%		84.4%
Jackup Revenue	247,379	247,379	247,379	247,379	247,379	249,853	991,992	1,093,524
dayrate (\$)	191,470	191,470	191,470	191,470	191,470	193,385		195,319
QoQ, YoY (%)		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%		1.0%
operating day	1,292	1,292	1,292	1,292	1,292	1,292		5,599
available day	1,538	1,538	1,538	1,538	1,538	1,538		6,152
utilization (%)	84.0%	84%	84%	84%	84%	84%		91%

Reimbursables and other의 경우, 규모가 미미하고 지난 10년간 일정한 수준의 값을 보여 4Q22은 1Q~3Q의 평균치를 부여했고, '23, '24년의 값은 '19년부터 '22년까지 4개년 평균치를 flat 적용했다. 따라서 위 논의를 모두 종합한 동사 매출액 추정치는 다음과 같다.

동사 매출액 추정 Table										
(단위: US dollars in thousands)	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2022E	2023E	2024E
매출액	1,305,438	964,272	847,806	210,230	275,153	305,872	657,742	1,448,997	2,901,622	3,342,729
Contract Drilling Services	1,246,058	909,236	782,182	195,035	262,463	289,494	642,988	1,389,980	2,841,857	3,282,965
Reimbursables and other	59,380	55,036	65,624	15,195	12,690	16,378	14,754	59,017	59,764	59,764

6. Valuation - Peer EV/EBITDA Method

6.1. States of Operations - consolidated

Statements of Operations - Consolidated								
(US dollars in thousands)	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022E	2023E	2024E
Operating revenues	847,806	210,230	275,153	305,872	657,742	1,448,997	2,901,621	3,342,729
YoY(%)	-12%	24%	25%	22%	216%	71%	100%	15%
Contract drilling services	782,182	195,035	262,463	289,494	642,988	1,389,980	2,841,857	3,282,965
Reimbursables and other	65,624	15,195	12,690	16,378	14,754	59,017	59,764	59,764
Operating costs and expenses	785,544	244,862	227,554	254,312	537,201	1,263,927	2,331,958	2,517,991
Contract drilling services	686,407	166,083	178,145	186,482	414,191	944,901	1,790,078	1,904,120
% of Drilling services	87.8%	85.2%	67.9%	64.4%	64.4%	68.0%	63.0%	58.0%
Reimbursables	58,569	13,478	10,333	13,284	12,365	49,460	51,320	51,320
Depreciation and amortization	110,157	25,605	26,636	24,868	69,355	146,464	282,039	322,331
General and administrative	68,203	17,524	16,687	18,089	39,394	91,694	208,521	240,221
% of revenues	8.0%	8.3%	6.1%	5.9%	6.0%	6.3%	7.2%	7.2%
Merger and integration costs	24,792	9,521	9,057	9,338	-	27,916	-	-
Gain on sale of operating assets, net	(185,934)	(4,562)	1,103	354	-	(3,105)	-	-
Hurricane losses and (recoveries), net	23,350	17,212	(14,407)	1,896	1,896	6,597	-	-
Prepetition and restructuring costs	-	-	-	-	-	-	-	-
Loss on impairment	-	-	-	-	-	-	-	-
Operating income (loss)	62,262	(34,631)	47,599	51,560	120,541	185,070	569,663	824,738
Operating Margin(%)	7%	-16%	17%	17%	18%	13%	20%	25%
Other income (expense)	293,736	(7,230)	(6,634)	(4,904)	(16,927)	(35,695)	(70,948)	(70,948)
Interest expense, net amount of capitalized	(31,964)	(7,680)	(7,715)	(7,943)	(21,779)	(45,117)	(87,964)	(87,964)
Interest income and other, net	11,344	450	1,081	3,235	4,853	9,619	17,016	17,016
Reorganization items, net	252,051	-	-	-	-	-	-	-
Bargain purchase gain	62,305	-	-	-	-	-	-	-
Gain (Loss) on extinguishment of debt, net	-	-	-	(196)	-	(196)	-	-
Income (loss) before income taxes	355,998	(41,861)	40,965	46,656	103,614	149,375	498,715	753,790
Income tax benefit (provision)	(3,788)	5,205	(3,908)	(13,072)	(29,012)	(40,787)	(139,640)	(211,061)
Net income (loss) from continued operations	352,210	(36,656)	37,057	33,584	74,602	108,588	359,075	542,729
Net loss from discontinued operations, net of tax	-	-	-	-	-	-	-	-
Net income (loss)	352,210	(36,656)	37,057	33,584	74,602	108,588	359,075	542,729
Net Profit Margin(%)	42%	-17%	13%	11%	11%	7%	12%	16%

동사는 매출원가 및 판관비를 별도로 분류하여 공시하지 않고, 원재료비와 인건비 등 각각의 세부계정에 대한 내용 역시 공개하고 있는 바가 없다. 한편, 동사는 매출원가와 판관비를 모두 포괄한 비용인 'Operating costs and expenses'라는 대분류를 통해 영업비용을 공시하고 있다. 지난 10년간 동사의 Statements of Operations를 분석해본 결과, 시추사업을 영위하기 위해 지속적으로 발생하고 있고, 금액적 중요성을 보이는 계정은 1) Contract drilling services, 2) Depreciation and amortization, 3) Reimbursables, 4) General and administrative이다. 이에 본 장에서는 위의 4가지 계정에 대한 엄밀한 추정을 바탕으로 밸류에이션을 진행하였다.

① Contract drilling services는 동사가 보유한 플릿(플로터 및 작업)이 고객사로 임대되어 사용되는 과정에서 발생하는 비용을 의미한다. 플릿이 고객사에게 안전하게 인도되고 사용되기 까지 발생하는 행정적인 비용과 고객사가 플릿을 사용하며 발생하는 수리비용이 대표적인 예시이다. 따라서, Contract drilling services는 전형적인 변동비로서 매출액이 증가하면 함께 증가하는 비용이기 때문에 매출액과 연동하여 추정함이 마땅하다.

다만, 앞서 매출추정에서 살펴보았듯, 매출액(Operating revenues)은 Operating day(Q)와 Dayrate(P)를 통해 도출된다. Contract drilling services는 Operating day(Q)에 연동되는 계정이며, 시추선 수급불균형으로 Operating day(Q)와 Dayrate(P)가 함께 상승 중인 상황에서 매

출액 대비 비중이 감소하는 모습을 띠 것으로 전망된다. 실제로, '22년 1분기, 2분기, 3분기에 Contract drilling services/operating revenues는 각각 85.2%, 67.9%, 64.4%로 꾸준히 감소하는 모습을 보였다. 시계열을 좀 더 길게 놓고 살펴보면 이러한 경향성은 더욱 뚜렷해진다.

Dayrate & Contract drilling services						
(US dollars in thousands)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Dayrate (단위: 달러)	301,181	339,154	358,423	319,256	187,181	180,909
YoY(%)	74.2%	12.6%	5.7%	-10.9%	-41.4%	-3.4%
Contract drilling services	1,168,764	1,500,512	1,226,377	873,661	638,035	629,937
% of Drilling services	47.6%	47.7%	37.6%	39.0%	52.9%	60.8%
	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22
Dayrate (단위: 달러)	183,276	165,276	149,567	177,458	211,626	212,958
YoY(%)	1.3%	-9.8%	-9.5%	18.6%	19.3%	0.6%
Contract drilling services	698,343	567,487	686,407	166,083	178,145	186,482
% of Drilling services	56.0%	62.4%	87.8%	85.2%	67.9%	64.4%

Dayrate가 30만 달러 이상 유지됐던 '13년-'16년 초황기에는 그 비중이 30-40%대를 기록했으며 Dayrate가 14만 달러까지 내려왔던 '21년에는 87.7%까지 치솟았다. 현재 Dayrate가 상승하며 Contract drilling services/operating revenues가 감소하고 있는 추세를 반영하여 '23년과 '24년에 그 비중이 63.0%와 58.0%로 감소하도록 추정하였다. '13년-'16년 초황기 수준으로 추정하지 않은 이유는 그 시기와 현재 물가수준이 동일하지 않고, 동사도 가파른 물가상승으로 과거 초호황기 수준의 수익성을 기대하기 힘들다고 언급한 바 있기 때문이다.

② Depreciation and amortization은 유무형자산에 대한 감가상각비로, 동사가 보유한 플릿과 플릿 정박시설에 대한 감가상각이 대다수를 차지한다. 플릿의 경우, 25-30년을 내용연수로 정액법을 사용하여 감가상각을 한다고 밝힌 바 있으며, 감가상각비/평균취득원가로 도출한 상각률의 과거 추이를 살펴보면 평균 4.1%인 사실을 확인할 수 있었다. 다만, 동사는 구조조정을 마친 후인 '22년 감가상각비는 상각률 7% 수준으로 발생하고 있어 과거와는 달라진 상황을 확인할 수 있었다. 무엇보다, '22년 4분기부터 Maersk Drilling과의 합병으로 감가상각 대상이 되는 유형자산의 규모가 2배가 늘어나 새로운 상황을 맞이하는 만큼 오래 전 데이터를 추정에 활용하는 것은 무리하다고 판단하였다.

Property and Equipment & Depreciation & CAPEX						
US dollars in thousands	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Property and equipment, at cost	19,198,767	14,442,922	14,056,323	12,364,888	12,034,331	10,956,412
Drilling equipment and facilities	17,130,986	13,254,240	13,074,804	12,048,571	11,746,629	10,546,376
Construction in progress	1,854,434	969,985	761,347	112,103	83,509	209,091
Other	213,347	218,697	220,172	204,214	204,193	200,945
Depreciation and amortization	511,513	627,473	633,244	611,013	543,119	486,530
% PP&E	2.8%	3.7%	4.4%	4.6%	4.5%	4.2%
CAPEX	2,072,885	2,487,520	422,544	711,403	120,707	194,779
	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22
Property and equipment, at cost	10,306,625	4,777,697	1,555,975	1,593,341	1,624,636	1,341,132
Drilling equipment and facilities	10,014,314	4,476,960	1,467,772	1,501,463	1,564,754	1,273,108
Construction in progress	88,904	99,812	77,363	80,300	47,764	55,640
Other	203,407	200,925	10,840	11,578	12,118	12,384
Depreciation and amortization	440,221	374,129	110,157	25,605	26,636	24,868
% PP&E	4.1%	5.0%	3.5%	1.6%	1.7%	1.7%
CAPEX	268,783	148,886	170,200	44,800	31,300	40,800

이에 감가상각 대상이 되는 Noble Corporation과 Maersk Drilling의 합병 전 유형자산을 합산하여 **상각률 7% 수준**으로 감가상각비를 추정하였다. 또한, CAPEX가 당기 발생하는 감가상각비보다 높은 수준으로 진행되고 있는 만큼 '24년에는 감가상각비 증가추세를 반영해주었다.

③ **Reimbursables**는 시추사업에서 주가 되는 비용이 아니라 **부수적으로 발생하는 비용**으로, 지난 10년간 추이를 살펴보면 매출액 규모와 상관없이 일정한 수준으로 발생하는 고정비적 성격이 짙은 계정이다. 이에 '22년 3개의 분기 데이터의 평균값으로 '22년 4분기를 추정하였고, '19년-'22년 4년치 평균값을 '23년과 '24년에 Flat 적용하였다.

Dayrate & Contract drilling services						
(US dollars in thousands)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Reimbursables	50,410	66,378	70,276	45,499	18,435	37,084
	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22
Reimbursables	49,061	48,188	58,569	13,478	10,333	13,284

④ **General and administrative**는 판관비에 해당하는 계정으로 과거 매출액 대비 비중을 살펴보면 **2-4% 수준으로 변동비적 성격**을 띄는 계정들로 구성된 것으로 파악된다. 다만, 최근 2년간 동사는 기업회생절차를 신청하고 구조조정을 거쳤으며 Pacific Drilling을 인수하였다. 그 과정에서 Legal fees, Professional fees, Insurance costs 등과 같이 일시적이고 고정비 성격이 강한 비용이 이례적으로 높게 발생하며 **판관비/매출액은 8-12% 수준을 기록**하였다. 현재 해당 비용들이 발생하는 사건 및 환경이 모두 종료된 만큼 그 비중을 감소하여 추정하는 것이 합리적이며 실제로 분기데이터에서 그 감소추세를 확인할 수 있다. 이에 '21년과 '22년 판관비/매출액 2개년 평균치를 '23년과 '24년 매출액에 곱해 판관비를 추정하였다.

General and administrative						
(US dollars in thousands)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
General and administrative	117,997	106,771	55,435	46,045	41,087	73,216
% of revenues	4.6%	3.3%	1.7%	2.0%	3.3%	6.8%
	2019	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22
General and administrative	168,792	121,196	68,203	17,524	16,687	18,089
% of revenues	12.9%	12.6%	8.0%	8.3%	6.1%	5.9%

6.2. Other Income(Expenses) / Income Tax Provision

기타손익(Other income/expense)의 이자비용은 최근 3번의 분기데이터가 일정한 수준을 기록하고 있는 만큼 이를 연율화하여 추정하였다. 이자율 projection을 통한 이자비용 추정이 보다 정확한 방식이나, 앞서 지속적으로 언급한 바 동사는 시추 player 중 금융부채비율이 상당히 양호한 편으로 이자비용 부담으로부터 자유로우며, 매분기 증가하는 이자수익 역시 고무적인 상황이기에 연율화 추정방식이 논리에 어긋나지 않는다고 판단했다. 또한 추정 과정에서 Maersk Drilling의 debt와 cash로부터 발생할 이자비용 및 이자수익을 반영해주었다. 그 외 '22년 기발생분을 제외하고, 합리적인 추정이 불가능한 계정은 0 Flat 적용하였다.

법인세 비용(Income tax provision)은 동사가 법인세를 납부하거나 혜택을 받는 국가들이 다양한 것으로 파악되며, 이에 유효법인세율이 일정하지 않다. 따라서, 가장 최근 분기데이터를 통해 유효법인세율을 두출하여 '22년-'24년 법인세 비용을 추정하였다.

6.3. EBITDA 추정

영업이익(Operating Income)에 유/무형자산 감가상각비를 더해주는 방식으로 도출한 동사의 EBITDA는 다음과 같다. 동사의 EBITDA 마진율은 20% 중후반대를 보일 전망이다.

EBITDA 추정								
(US dollars in thousands)	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022E	2023E	2024E
EBITDA	172,419	(9,026)	74,235	76,428	189,896	331,534	851,702	1,147,069
Operating income (loss)	62,262	(34,631)	47,599	51,560	120,541	185,070	569,663	824,738
(+) Depreciation and Amortization	110,157	25,605	26,636	24,868	69,355	146,464	282,039	322,331
EBITDA Margin (%)	20%	-4%	27%	25%	29%	23%	29%	34%

6.4. Valuation: Peer EV/EBITDA Valuation

먼저, 동사의 Valuation을 위해 EV/EBITDA Method를 선정했으며, 그 이유는 다음과 같다. 첫째, 동사의 현금창출능력과 더불어 폭발적인 성장 스토리를 담고자 했다. 현재, ‘에너지 자립’과 ‘에너지 가격상승’으로 해양 시추에 대한 강력한 수요가 존재하고 있는 반면, 공급은 과거 Down-Cycle를 거치며 턱없이 부족한 상황에 놓여있다. 그리고 동사는 최근 Maersk Drilling과의 합병을 진행하며 플릿의 개수와 백로그가 두 배로 성장하였고, 이에 시추시장의 공급불균형으로 인한 수혜를 오롯이 누릴 것으로 전망된다. 특히, 동사는 잉여현금흐름의 절반 이상을 주주환원정책에 사용할 것으로 공표한 가운데, 현금창출능력을 반영한 수익성 지표를 통해 동사의 가치를 산정하고자 했다.

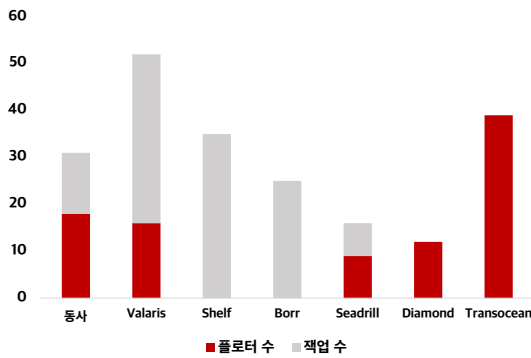
둘째, Peer 간 상이한 재무구조와 법인세율로 인해 영업가치가 왜곡될 가능성을 배제하고자 했다. 현재 해양 시추 Player들은 상이한 재무구조를 갖추고 있다. 기업회생절차와 구조조정을 통해 동사와 같이 안정적인 재무구조를 갖춘 기업들이 있는 반면, Transocean과 같이 ‘22년 말 기준 net leverage가 7.7에 달하는 회사도 존재한다. 나아가, 해양 시추기업들은 여러 국가에 자회사를 두고 있어 법인세를 납부하는 규모의 괴리가 발생하기 쉽다. 정리하자면, 이 자비용과 법인세비용인 차감된 이익인 순이익(Net profit)을 바탕으로 Peer 간 비교를 진행한다면, 영업활동으로 인한 이익창출능력을 왜곡할 가능성이 높다.

한편, 동사는 ‘20년 8월 기업회생절차를 신청하며 상장폐지된 이후 구조조정을 마치고 ‘21년 6월 9일 NYSE에 재상장된 만큼 Historical Valuation을 적용하기 적합하지 않은 상황이다. 즉, Peer Valuation을 진행해야 하는 상황에서, 앞서 언급한 대로 순이익을 바탕으로 하는 Valuation인 PER과 PBR를 활용하는 것은 적합하지 않다고 판단했다. 이에 현금창출능력을 반영함과 동시에 financing cost와 tax로부터 자유로운 EBITDA를 기준으로 기업가치를 산정하고자 했다.

최종 Peer를 선정하기 위해 해양 시추 상장사 7곳을 살펴보았다. 해양 시추 Player로 분류되는 글로벌 상장사는 다음과 같다.

기업명	티커	기업명	티커
Valaris Limited	VAL.US	Transocean Ltd	RIG.US
Shelf Drilling, Ltd	SHLF.OL	Borr Drilling Limited	BORR.US
Seadrill Limited	SDRL.US	Diamond Offshore Drilling, Inc	DO.US

앞선 투자포인트 논리에 따라, 해양 시추업체들의 강점은 **책임과 플로터를 함께 할 때 나타난다**. 책임은 유가와 상관없이 꾸준한 수요가 존재하기에 플로터만을 보유했을 때보다 안정적인 수익창출이 가능하며, 지금과 같이 고유가 시기에는 수익성이 좋은 **플로터**를 통해 추가적인 성장을 확보할 수 있다. 따라서, 7개의 Peer 후보 중 책임과 플로터를 모두 보유하고 있는 Player인 **Valaris(NYSE:VAL)**와 **Sedriill(NYSE:SDRL)** 2곳을 최종 후보군으로 선정하였다.



Sedriill					
US dollars in thousands					
	1Q22	2Q22	3Q22	2022E	2023E
Operating revenues	293,000	284,000		1,103,510	1,234,730
EBITDA	78,000	75,000		174,730	339,240
YoY				24.2%	97.9%
EBITDA margin (%)	27%	26%		15.8%	30.5%
Net Leverage (Debt/EBITDA)				5.54	2.85
Net Debt (Debt - Cash)				632,000	632,000

Valaris					
US dollars in thousands					
	1Q22	2Q22	3Q22	2022E	2023E
Operating revenues	318,400	413,300	437,200	1,582,000	1,862,190
EBITDA	-27,400	6,700	84,200	159,010	394,920
YoY				106.5%	148.4%
EBITDA margin (%)	N/A	1.6%	19.3%	10.0%	21.2%
Net Leverage (Debt/EBITDA)				3.5	1.4
Net Debt (Debt - Cash)				135,800	135,800

한편, [App.8]의 해양 시추 상장사의 EV/EBITDA 추이를 살펴보면, 플릿 개수가 가장 많고 Net debt가 가장 낮은 Valaris는 경쟁사 대비 높은 수준의 멀티플을 받아왔다. 동사가 Valaris 대비 받고 있었던 멀티플 괴리가 오랫동안 존재해왔고, 보유한 플릿 개수가 가장 많아 해양 시추 수급불균형으로 인한 노출도가 가장 높은 만큼 **Valaris를 최종 Peer로 선정하는 것은 적절치 않다고 판단했다**.

반면, Sedriill의 경우, 플릿 개수 차이에 따른 23E EBITDA 규모는 동사와 다르지만 '23년 EBITDA 성장률이 97.9%로 크게 증가하고 Net debt와 EBITDA Margin 또한 각각 \$ 632M, 30.5%로, 동사(\$ 567M, 29.4%)와 유사한 상황이다. 이에 Sedriill를 최종 Peer로 선정하여 Sedriill의 12MF EV/EBITDA인 7.91를 Target Multiple로 도출하였다. 위의 논의를 종합해 2023F EBITDA \$ 851.7M에 Target EV/EBITDA 7.91x를 적용한 \$ 6.17B를 목표 시가총액으로 평가하며, 목표주가 \$ 47.16, 상승여력 23% 투자 의견 Buy를 제시한다.

Valuation - EV/EBITDA Method		(Unit: 1,000 USD)
2023F EBITDA		851,702
Target EV/EBITDA (12MF Fwd)		7.91x
Target EV (2022F)		6,736,964
Total Debt (2022F)		1,203,368
Cash and cash equivalents		636,486
Net Debt		566,882
Target Market Cap		6,170,082
Common shares Outstanding		130,840,740
Target Price per Share (unit: 1 USD)		47.16
Current Price per Share (unit: 1 USD)		38.26
Upside		23%

Appendix

App.1. Balance Sheet - Consolidated (2018 ~ 2022 3Q)

Balance Sheet - Consolidated		<i>(US dollars in thousands)</i>				
Assets	2018	2019	2020	2021	3Q22	
Current assets	659,056	422,107	602,284	455,646	754,626	
Cash and cash equivalents	375,232	104,621	343,332	194,138	422,486	
Accounts receivable, net	200,722	198,665	147,863	200,419	274,175	
Taxes receivable	20,498	59,771	30,767	16,063	16,693	
Prepaid expenses and other current assets	62,604	59,050	80,322	45,026	41,272	
Property and equipment, at cost	10,956,412	10,306,625	4,777,697	1,555,975	1,341,132	
(-) Accumulated depreciation	(2,475,694)	(2,572,701)	(1,200,628)	(77,275)	(119,442)	
Property and equipment, net	8,480,718	7,733,924	3,577,069	1,478,700	1,221,690	
Intangible assets	-	-	-	61,849	25,324	
Assets held for sale	-	-	-	-	299,016	
Other assets	125,149	128,467	84,584	77,247	84,853	
Total assets	9,264,923	8,284,498	4,263,937	2,073,442	2,385,509	
Liabilities						
Current liabilities	365,457	516,928	218,351	248,394	268,819	
Current maturities of long-term debt	-	62,505	-	-	-	
Accounts payable	125,557	108,208	95,159	120,389	144,498	
Accrued payroll and related costs	50,284	56,056	36,553	48,346	36,402	
Taxes payable	29,386	30,715	36,819	28,735	26,534	
Interest payable	100,100	88,047	-	9,788	4,268	
Other current liabilities	60,130	171,397	49,820	41,136	57,117	
Long-term debt	3,877,402	3,779,499	-	216,000	434,368	
Deferred income taxes	91,695	68,201	9,292	13,195	7,407	
Other liabilities	275,795	260,898	108,039	95,226	126,354	
Liabilities subject to compromise	-	-	4,239,643	-	-	
Total liabilities	4,610,349	4,625,526	4,575,325	572,815	836,948	
Equity						
Common stock	2,468	2,492	2,511	1	1	
Additional paid-in capital	699,409	807,093	814,796	1,393,255	1,410,020	
Retained earnings	3,608,366	2,907,776	(1,070,683)	101,982	135,968	
Accumulated other comprehensive income	(57,072)	(58,389)	(58,012)	5,389	2,572	
Noncontrolling interests	401,403	-	-	-	-	
Total equity	4,654,574	3,658,972	(311,388)	1,500,627	1,548,561	

App.2. Cash Flow Statement - Consolidated (2018 ~ 2022 3Q)

Statements of Cash Flows - Consolidated		(US dollars in thousands)				
Cash flows from operating activities	2018	2019	2020	2021	3Q22	
Net income (loss)	(1,130,535)	(874,366)	(3,978,459)	228,774	33,986	
Adjustments to reconcile net income (loss)						
Depreciation and amortization	486,530	440,221	374,129	85,453	77,109	
Amortization of intangible assets	-	-	-	37,127	36,525	
Loss(Gain) on extinguishment of debt, net	1,793	(30,616)	(17,254)	-	196	
Gain on bargain purchase	-	-	-	(64,479)	-	
Gain on sale of operating assets, net	-	-	-	-	(6,767)	
Loss on impairment	802,133	615,294	3,915,408	-	-	
Reorganization items, net	-	-	(17,366)	(280,790)	-	
Deferred income taxes	(68,416)	(17,825)	(26,325)	(6,669)	(22,081)	
Amortization of share-based compensation	23,993	14,737	9,169	12,334	20,907	
Other costs, net	6,446	60,259	(61,550)	(8,842)	(4,334)	
Changes in components of working capital						
Change in taxes receivable	84,847	(11,225)	29,880	12,021	118	
Net changes in other operating assets and liabilities	(34,940)	(9,708)	45,565	(36,349)	(25,853)	
Net cash provided by (used in) operating activities	171,851	186,771	273,197	(21,420)	109,806	
Cash flows from investing activities						
Capital expenditures	(194,779)	(268,783)	(148,886)	(132,379)	(109,235)	
Cash acquired in stock-based business combination	-	-	-	54,970	-	
Proceeds from disposal of assets, net	5,402	12,753	27,366	31,441	15,756	
Net cash provided by (used in) investing activities	(189,377)	(256,030)	(121,520)	(45,968)	(93,479)	
Cash flows from financing activities						
Issuance of second lien notes	750,000	-	-	200,000	-	
Borrowings on credit facilities	-	755,000	210,000	217,500	220,000	
Repayments of credit facilities	-	(420,000)	-	-	-	
Repayments of debt	(972,708)	(400,000)	(101,132)	(572,500)	(1,828)	
Debt issuance costs	(15,639)	(1,092)	-	(23,664)	-	
Purchase of noncontrolling interests	-	(106,744)	-	-	-	
Warrants exercised	-	-	-	647	784	
Dividends paid to noncontrolling interests	(27,579)	(25,109)	-	-	-	
Cash paid to settle equity awards	-	-	(1,010)	-	-	
Taxes withheld on employee stock transactions	(3,470)	(2,779)	(418)	(1)	(4,926)	
Net cash provided by (used in) financing activities	(269,396)	(200,724)	107,440	(178,018)	214,030	
Net increase (decrease) in cash, cash equivalents and restricted cash	(286,922)	(269,983)	259,117	(245,406)	230,357	
Cash, cash equivalents and restricted cash, beginning of period	662,829	375,907	105,924	365,041	196,722	
Cash, cash equivalents and restricted cash, end of period	375,907	105,924	365,041	119,635	427,079	

App.2. 동사 연도별 Fleet 개수

동사 연도별 Fleet 개수 - 2월 기준 (단, 22년 10월은 Maersk와의 합병 이후 기준)														
(단위: 개)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	22년 2월	22년 10월	
총 개수	71	77	77	77	32	30	28	28	24	25	19	20	32	
Drillship	12	14	14	14	9	8	8	8	8	8	6	11	15	
active	6	9	8	11	9	8	6	5	6	6	6	9	13	
available	0	0	0	0	0	0	2	2	1	1	0	0	0	
stacked	0	0	1	1	0	0	0	1	1	1	0	2	2	
shipyard	6	5	5	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
SemiSub	14	14	14	14	8	8	6	6	4	4	1	1	4	
active	14	14	13	13	7	4	1	2	1	1	1	0	3	
available	0	0	0	0	0	3	1	0	1	1	0	0	0	
stacked	0	0	1	1	1	1	4	4	2	2	0	1	1	
JackUps	45	49	49	49	15	14	14	14	12	13	12	8	13	
active	43	42	42	43	13	12	13	9	10	13	10	6	12	
available	0	0	0	0	0	1	1	3	1	0	1	2	0	
stacked	0	1	1	1	0	0	0	2	0	0	0	0	1	
shipyard	2	6	6	5	2	1	0	0	1	0	1	0	0	

App.3. Maersk Drilling Balance Sheet & Income Statement - Consolidated

Income statement - Consolidated			
<i>(US dollars in thousands)</i>	2020	2021	1H22
Revenue	1,096,000	1,267,000	532,000
Cost of sales	(807,000)	(921,000)	(437,000)
EBITDA before special items	289,000	346,000	95,000
Special items	(42,000)	(21,000)	(11,000)
EBITDA	247,000	325,000	84,000
Depreciation and amortisation	(286,000)	(213,000)	(97,000)
Impairment losses/reversals	(1,580,000)	11,000	(118,000)
Gain/loss on sale of non-current assets	(2,000)	256,000	0
Share of results in joint ventures	(1,000)	(1,000)	(1,000)
Profit/loss before financial items	(1,622,000)	378,000	(132,000)
Financial income, net	(72,000)	(61,000)	(28,000)
Profit/loss before tax	(1,694,000)	317,000	(160,000)
Tax	41,000	(26,000)	(12,000)
Profit/loss for the period	(1,653,000)	291,000	(172,000)
Earnings in USD per share of DKK 10 for the period	-39.9	7.0	-4.2
Diluted earnings in USD per share of DKK for the period	-39.9	7.0	-4.2

Balance Sheet - Consolidated			
	<i>(US dollars in thousands)</i>		
Assets	2020	2021	2Q22
Total current assets	602,000	909,000	569,000
Receivables, etc.	376,000	352,000	316,000
Trade receivables	210,000	238,000	214,000
Tax receivables	14,000	4,000	3,000
Other receivables	76,000	54,000	50,000
Prepayments	76,000	56,000	49,000
Cash and bank balances	226,000	557,000	214,000
Assets held for sale	-	-	39,000
Total non-current assets	3,117,000	2,873,000	2,688,000
Intangible assets	15,000	14,000	20,000
Property, plant and equipment	3,053,000	2,813,000	2,622,000
Right-of-use assets	28,000	23,000	21,000
Financial non-current assets, etc.	6,000	6,000	8,000
Deferred tax	15,000	17,000	17,000
Total assets	3,719,000	3,782,000	3,257,000
Liabilities			
Total current liabilities	503,000	484,000	424,000
Borrowings, current	136,000	136,000	136,000
Other current liabilities	367,000	348,000	288,000
Provisions	15,000	2,000	2,000
Trade payables	167,000	164,000	137,000
Tax payables	65,000	77,000	61,000
Other payables	58,000	65,000	50,000
Deferred income	62,000	40,000	38,000
Total non-current liabilities	1,199,000	978,000	668,000
Borrowings, non-current	1,149,000	926,000	633,000
Other non-current liabilities	50,000	52,000	35,000
Provisions	5,000	9,000	9,000
Deferred tax	12,000	27,000	26,000
Derivatives	33,000	16,000	-
Total liabilities	1,702,000	1,462,000	1,092,000
Equity			
Share Capital	63,000	63,000	63,000
Reserves and retained earnings	1,954,000	2,258,000	2,102,000
Total equity	2,017,000	2,321,000	2,165,000

App.5. Dayrate 40만 달러 이상 계약내역

Day rate 40만 달러 이상 계약 내역						(단위: 달러)
Rig Name	Location	Operator	Start date	End date	Day rate	Comments
Noble Viking	Malaysia	TotalEnergies	22.09.	22.11.	267,000	option 1년 포함
		PTTEP	22.11.	23.01.	266,500	
		Petronas	23.01.	23.03.	267,000	
		PTTEP	23.04.	23.05.	232,900	
		PTTEP	23.05.	23.06.	378,900	
		Shell	23.11.	24.09.	407,800	
Noble Voyager	Suriname	Shell	22.04.	22.11.	295,000	
	Mexico	Shell	22.11.	23.04.	285,000	
	Mexico	Shell	23.04.	23.10.	422,500	
Noble Faye Kozack	US GOM	QuarterNorth	22.07.	22.12.	297,000	
		LLOG	23.02.	23.04.	420,000	
Noble Tom Madden	Guyana	Esso	19.12.	25.11.	Market based	매년 3월과 11월에 reprice
Noble Sam Croft		Esso	19.04.	25.11.	Market based	
Noble Don Taylor		Esso	19.11.	25.11.	Market based	
Noble Bob Douglas		Esso	18.04.	25.11.	Market based	

App.6. Average Dayrate, Operating day, Rig utilization 추이 ('10~'18)

Average Dayrate, Operating day, Rig utilization 추이 ('10~'18)									
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Average dayrate (\$)	150,158	148,185	172,904	301,181	339,154	358,423	319,256	187,181	180,909
Drillship	256,067	242,019	279,432	403,947	482,426	547,265	654,074	349,244	293,265
		<i>YoY, QoQ</i>							
		-5.5%	15.5%	44.6%	19.4%	13.4%	19.5%	-46.6%	-16.0%
Semisub	288,163	296,331	349,205	409,848	385,118	445,320	256,122	155,919	108,111
Jackup	96,935	85,510	96,696	145,257	177,345	162,348	126,279	126,109	130,217
		<i>YoY, QoQ</i>							
		-11.8%	13.1%	50.2%	22.1%	-8.5%	-22.2%	-0.1%	3.3%
Operating day (일)	17,948	17,254	19,371	8,150	9,282	9,100	7,023	6,448	5,727
Drillship	1,392	1,284	2,023	1,715	2,756	3,257	2,408	1,716	1,817
Semisub	3,837	4,176	4,382	3,448	2,844	1,876	649	365	268
Jackup	12,719	11,794	12,966	2,987	3,682	3,967	3,966	4,367	3,642
Average rig utilization (%)		72%	78%	85%	86%	84%	66%	63%	61%
Drillship	89%	59%	69%	100%	100%	100%	82%	59%	62%
Semisub	86%	82%	86%	86%	71%	63%	22%	17%	15%
Jackup	79%	75%	82%	95%	91%	85%	83%	85%	77%

App.7. Average Dayrate, Operating day, Rig utilization 추이 ('19~)

Average Dayrate, Operating day, Rig utilization 추이 ('19~)										
(단위: 달러, 일)	2019	2020	2021	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
Average dayrate (\$)	183,276	165,276	149,567	141,752	148,509	150,287	150,620	177,458	211,626	212,958
Floater*	266,442	208,723	210,385	205,242	216,663	214,304	195,812	213,194	266,887	285,362
		<i>YoY, QoQ</i>								
		-9.1%	-21.7%	0.8%	5.6%	-1.1%	-8.6%	8.9%	25.2%	6.9%
Jackup	128,002	132,722	89,281	83,472	85,938	87,972	96,087	119,606	120,824	118,209
		<i>YoY, QoQ</i>								
		-1.7%	3.7%	-32.7%	3.0%	2.4%	9.2%	24.5%	1.0%	-2.2%
Operating day (일)	6,783	5,501	5,574	1,124	1,442	1,634	1,373	1,179	1,308	1,398
Floater	2,729	2,354	2,777	530	690	806	751	729	813	792
Jackup	4,054	3,147	2,797	594	752	828	622	450	495	606
Average rig utilization (%)	78%	66%	70%	64%	68%	74%	70%	68%	76%	80%
Floater	62%	60%	72%	83%	68%	73%	68%	71%	81%	78%
Jackup	93%	71%	67%	53%	69%	75%	71%	63%	68%	82%

* Floater = Drillship + Semisub

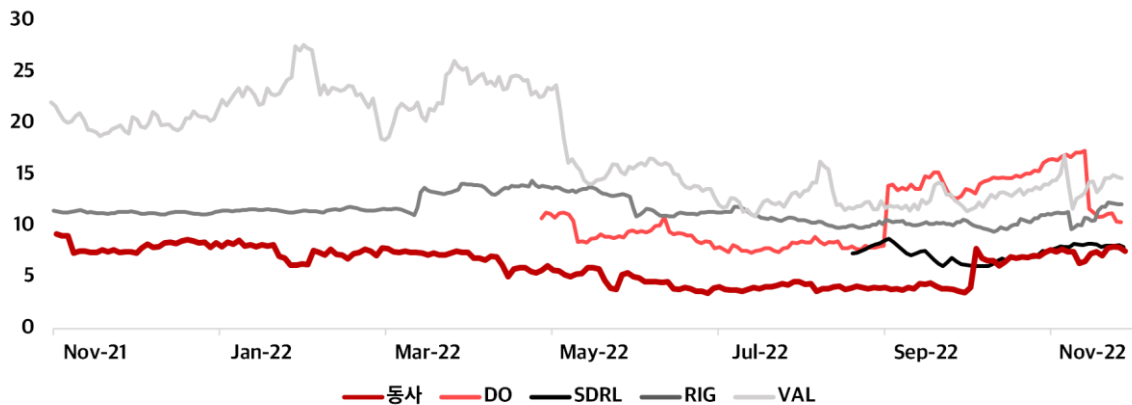
App.8. Peer 분석

Valaris							
US dollars in thousands	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
Operating revenues	307,100	293,100	326,700	305,500	318,400	413,300	437,200
EBITDA	-724,000	25,700	27,800	400	-27,400	6,700	84,200
Operating Income	-846,100	-28,400	3,400	-24,700	-49,900	-15,600	61,600
Depreciation & Amortization	122,100	54,100	24,400	25,100	22,500	22,300	22,600
EBITDA margin (%)	N/A	8.8%	8.5%	0.1%	N/A	1.6%	19.3%
Net dept	253,100	-64,000	-75,700	-63,400	-32,700	-7,800	135,800

Transocean							
US dollars in thousands	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
Operating revenues	586,000	656,000	626,000	688,000	653,000	692,000	691,000
EBITDA	120,000	184,000	185,000	141,000	133,000	212,000	235,000
Operating Income	-67,000	-2,000	0	-43,000	-50,000	28,000	53,000
Depreciation & Amortization	187,000	186,000	185,000	184,000	183,000	184,000	182,000
EBITDA margin (%)	20%	28%	30%	20%	20%	31%	34%
Net dept	6,554,000	6,539,000	6,448,000	6,194,000	6,100,000	6,494,000	6,247,000

Diamond							
US dollars in thousands	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
Operating revenues	134,817	149,473	213,877	227,278	186,239	205,702	226,073
EBITDA	-222,585	-20,129	28,414	-102,677	-6,964	15,930	18,494
Operating Income	-297,211	-56,996	3,264	-127,296	-33,916	-9,763	-7,575
Depreciation & Amortization	74,626	36,867	25,150	24,619	26,952	25,693	26,069
EBITDA margin (%)	N/A	N/A	13.3%	N/A	N/A	7.7%	8.2%
Net dept	130,677	290,428	278,849	227,853	232,567	263,541	312,890

App.8. 해양 시추 상장사 12MF EV/EBITDA 추이



Notice.

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