

BUY (유지)

현대중공업 (009540)

새로운 역사를 쓴다!

사상최고치 경신 가능성! 과거와는 Story가 다른 기업!

가

가

가

2007 Story

2007년 대비 조선부문 수주 축소만으로 현대중공업을 설명할 수는 없다

가 2007 157

2010 2011

가 57

가

1)

2007

250

2011

가 256

2)

2007

37%

2011 71% 3) 2011

69%

가

다양한 부문의 수주 증가, 영업이익의 질적 Level-Up 그리고 Oil Bank까지

2007

Upgrade

1)

2)

3)

Level - up

Oil Bank

5

가 ,

가

가

가

시장기대치에 부합하는 1분기 실적, 하반기에도 감익추세는 크지 않을 전망

1

6.2

, 9,251

4

Level - Up

가

가

적정주가 62만원 유지! 그러나 향후 Upside는 더 열려있다!

PBR ROE

가 62

Oil Bank

가

가

가

가

가

Upgrade

BUY

Analyst 이상화
02 - 2003 - 2909 sanghwa.lee@hdsr.com

RA 김대성

02 - 2003 - 2933 daesung.kim@hdsr.com

가(4/1) 520,000

적정주가 620,000원

/

Overweight

가 39.5

() 76,000,000

57.6%

KOSPI 2,121.01

KOSDAQ 532.06

60 269,194

60 1,253

19.6%

EPS (10~12 CAGR) 14.0%

EPS (3yr CAGR) 46.8%

52 / 가 () 520,000

199,500

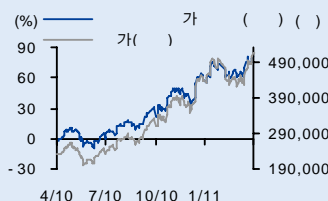
(12M,) 0.7

21.3%

주가상승률 1개월 3개월 6개월

19.5% 17.4% 66.4%

9.3% 13.5% 47.2%



결산기말	12/08A	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F
()	19,957.1	21,142.2	22,405.2	26,188.7	28,609.5
()	2,206.2	2,222.6	3,434.4	3,428.0	3,394.2
()	2,949.6	2,648.1	4,784.3	4,401.8	4,407.5
()	2,256.7	2,146.5	3,761.1	3,433.4	3,437.8
EPS ()	30,531	28,243	49,489	45,176	45,235
EPS ()	32,001	30,367	50,600	44,964	44,942
PER* ()	13.7 - 3.6	8.2 - 4.9	9.0 - 3.4	11.6	11.6
PBR ()	2.9	1.3	2.3	2.2	1.9
EV/EBITDA ()	4.9	5.0	9.3	10.5	10.3
ROE (%)	40.7	27.9	31.8	22.3	18.5

2007년과는 다른 기업

신고가 경신 가능성

가 2007 11 55 가
가 가?

조선업만으로는 판단할 수 없는 기업

2007 157 2010 41 2011
73 2007 54% 가

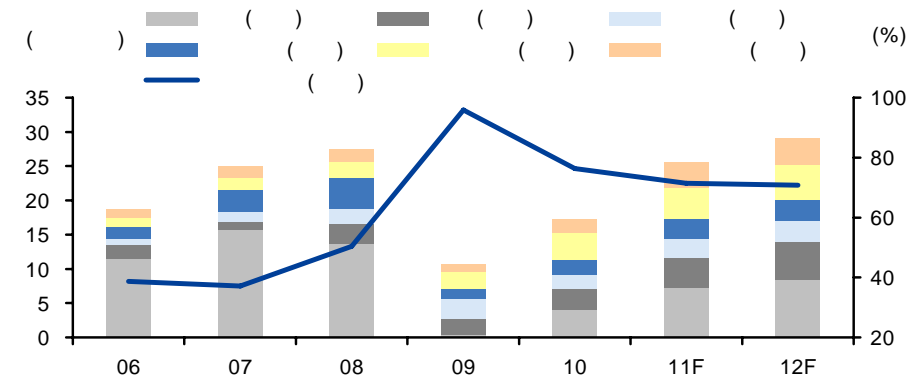
2007 가

1) 2011 2012 256 , 291 2007 250

2) 가 2007 93 (37.1%) 2011 183
(71.4%), 2012 206 (70.8%)

3) 2011 69%()

그림 1> 비조선이 수주증가의 Driver



2007년과는 다른 환경

2007 가
1 - 가
2007 BDI
2008 11,793 663 2011 3
1,530

종합중공업 업체로의 진화

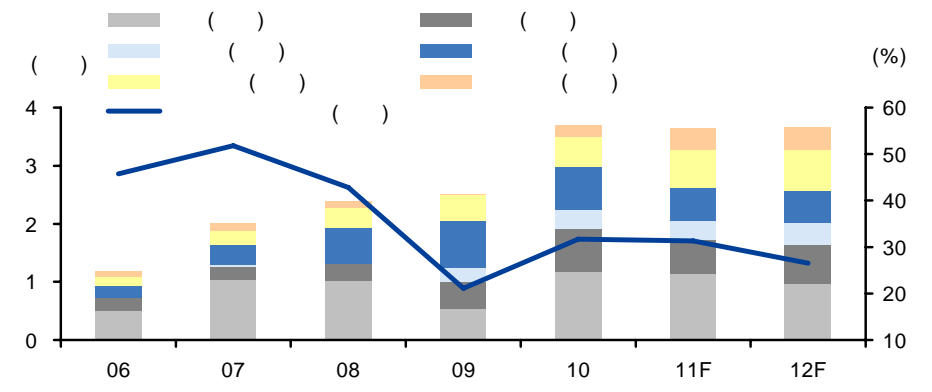
가 2007 63% 2010 24%, 2011 29%
2009 21.1 , 2010 22.4 , 2011 26.2 () 가

비조선부문 그리고 Oil Bank까지

가 가
(), () 가
Oil Bank
가

2007 가
2006~2008 2009~2011
2010 2011 , 2012

그림 2> 비조선 부문의 성장이 주도하는 영업이익 규모의 Level-up



수익성의 질적 Upgrade

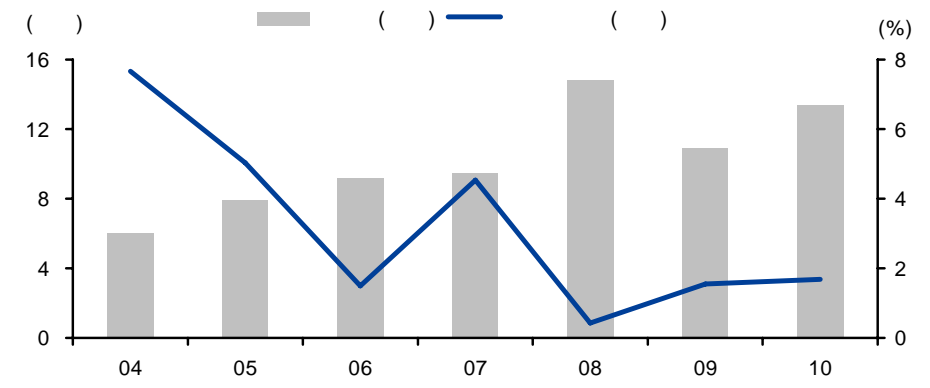
2010 3 4,394 , 2011 3 4,280 , 2012 3 3,942
31.7% 31.3%, 26.5% . 2007
2011 , 2012

고도와 설비를 완료한
Oil Bank

가 가 Oil Bank 2010 8 IPIC 가
70% 가 , 91% 가
3.1 . Oil Bank 가
5 가 .
Oil Bank 2010 13.3 1.7% Oil
16.4 .
Bank 2010 가 Oil
가 가 가 가
Bank 가 가 3.1 .

실적 상향 기대감!
장부가액 이상의 가치
기대

그림 3> 오일뱅크 실적 추이



양호한 분기실적,
Level-Up된 수준 유지

1 6.2 , 9,251
가 4 Level - up 17%, 5%

그림 4> 양호한 1분기 실적

(, %)	1Q11F	%YoY	%QoQ	1Q10A	4Q10A	(%)
	6,208.7	17.0	(3.4)	5,306.4	6,429.9	6,362.6 (2.4)
	925.1	5.0	(6.0)	880.9	983.9	934.2 (1.0)
	1,191.6	0.2	(11.6)	1,189.4	1,347.5	1,268.1 (6.0)
	929.4	0.3	(12.4)	926.2	1,061.0	971.6 (4.3)
	14.9			16.6	15.3	14.7
	19.2			22.4	21.0	19.9
	15.0			17.5	16.5	15.3

감익추세 크지 않을 전망

가 2009

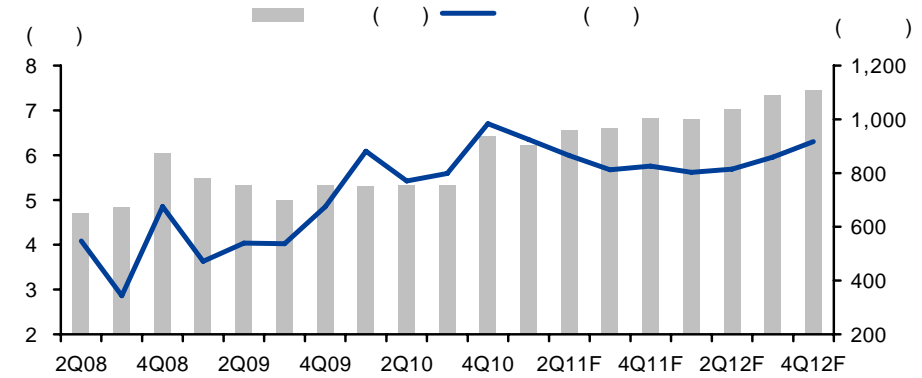
IFRS도입은 자회사를
다시 보게하는 계기로
긍정적

IFRS
IFRS
가 가

Oil Bank

가 가
가 가

그림 5> 영업이익의 규모의 Upgrade



기존 조선 Cycle과
차별화되는 주가 예상

가 가
가 가

LNG
2007

가
Cycle

Upside는 더 열려있다!

ROE BUY 가 62 가
PER PBR 가 Oil Bank
가 Upside 가

추정 손익계산서					
()	12/08A	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F
	19,957.1	21,142.2	22,405.2	26,188.7	28,609.5
(%)	90.0	90.0	40.8	89.3	89.1
가	(16,812.0)	(17,997.4)	(17,734.8)	(21,116.2)	(23,413.6)
	3,145.1	3,144.8	4,670.3	5,072.5	5,195.8
	(938.9)	(922.2)	(1,236.0)	(1,644.6)	(1,801.7)
EBITDA	2,206.2	2,222.6	3,434.4	3,428.0	3,394.2
	2,597.0	2,668.2	3,926.6	3,912.1	3,861.6
	743.5	425.5	1,350.0	973.8	1,013.3
	273.4	133.1	82.1	1.4	52.8
	55.5	141.8	(16.8)	12.3	19.3
	619.9	285.0	1,247.0	937.2	878.8
	14.8	58.4	18.8	0.0	0.0
	2,949.6	2,648.1	4,784.3	4,401.8	4,407.5
	(693.0)	(501.6)	(1,023.2)	(968.4)	(969.6)
	2,256.7	2,146.5	3,761.1	3,433.4	3,437.8
	(149.9)	(212.9)	(108.3)	20.7	28.5
	2,365.3	2,307.9	3,845.6	3,417.2	3,415.6

현금흐름표					
()	12/08A	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F
	2,382.7	(958.0)	487.8	2,610.1	2,524.6
	2,256.7	2,146.5	3,761.1	3,433.4	3,437.8
	390.8	445.7	492.2	484.1	467.4
	3,676.3	3,959.4	272.4	569.6	518.1
	(2,706.0)	(1,901.9)	(1,307.1)	(1,088.8)	(978.9)
	(1,235.0)	(5,607.7)	(2,730.9)	(788.2)	(919.8)
	(1,183.7)	336.8	(2,918.7)	(1,033.4)	(950.0)
	(1,708.0)	(1,050.7)	(364.9)	(998.7)	(908.7)
	(69.7)	(72.1)	(69.7)	(9.5)	(11.2)
	(279.1)	(249.5)	(2,551.3)	(1.5)	1.4
	873.1	1,709.1	67.3	(23.7)	(31.5)
	(1,485.3)	586.3	2,422.8	(409.0)	(561.0)
	(186.0)	886.0	2,557.7	(143.0)	(295.0)
/ ()	(832.7)	0.0	63.5	0.0	0.0
	(466.6)	(299.7)	(212.2)	(266.0)	(266.0)
가()	0.0	0.0	13.7	0.0	0.0
	(286.3)	(34.9)	(8.1)	1,167.7	1,013.6
	953.8	667.5	632.6	624.5	1,792.2
	667.5	632.6	624.5	1,792.2	2,805.8
	1,842.5	3,056.4	3,451.6	3,157.9	3,114.8
	873.8	(3,338.2)	327.1	1,878.9	1,699.6
	(949.3)	(2,621.0)	(2,667.9)	1,340.7	1,346.6
()	2,473.0	(147.9)	(2,815.8)	(1,475.1)	(128.5)

주주가치 및 재무구조					
(%)	12/08A	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F
ROE	40.7	27.9	31.8	22.3	18.5
ROA	10.7	8.6	14.0	11.0	9.9
ROIC	NA	86.2	40.2	29.5	26.6
WACC	14.5	12.0	13.9	13.1	13.4
ROIC/WACC ()	NA	7.2	2.9	2.3	2.0
(EP,)	1,530.8	2,607.8	2,118.2	1,540.7	1,380.4
	351.8	153.6	109.0	95.8	80.5
		1.5	20.4	8.7	0.6
()	401.3	78.2	48.8	20.1	21.9

$$EPS = \frac{EBITDA - \text{Interest Expense} - \text{Income Tax Expense}}{\text{Weighted Average Shares Outstanding}}$$

다차대조표					
()	12/08A	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F
	667.5	632.6	624.5	1,792.2	2,805.8
	1,808.9	109.0	7.0	37.0	75.0
	4,498.9	4,973.5	5,950.8	5,987.8	6,325.4
	2,263.3	1,928.6	2,084.2	2,698.7	2,968.7
	3,379.1	2,966.2	2,208.7	3,277.5	3,407.3
	12,617.6	10,609.9	10,875.2	13,793.2	15,582.2
	3,224.4	4,866.4	9,089.3	10,028.0	10,905.4
	6,190.0	8,145.5	8,000.2	8,566.9	9,060.3
	262.3	288.5	306.0	263.4	222.5
	2,986.2	962.3	617.4	612.2	607.1
	12,662.8	14,262.7	18,013.0	19,470.6	20,795.4
	25,280.4	24,872.6	28,888.1	33,263.7	36,377.6
	2,337.3	1,427.6	1,927.6	1,890.2	1,905.4
	0.0	585.3	3,115.0	2,965.0	2,665.0
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	14,136.6	10,896.2	8,334.6	9,815.2	10,035.6
	16,473.9	12,909.1	13,377.2	14,670.4	14,606.0
	0.0	299.1	299.5	302.5	304.5
	3.3	5.2	32.8	36.8	39.8
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	66.4	63.5	82.2	82.2	82.2
	3,141.6	1,787.3	1,277.5	1,185.5	1,186.9
	3,211.3	2,155.1	1,691.9	1,607.0	1,613.4
	19,685.2	15,064.2	15,069.1	16,277.3	16,219.3
	380.0	380.0	380.0	380.0	380.0
	2,818.6	2,869.6	2,954.4	2,954.4	2,954.4
	(1,762.0)	(1,697.8)	(1,705.5)	(1,705.5)	(1,705.5)
	(498.5)	1,752.7	2,137.1	2,137.1	2,137.1
	4,657.1	6,503.9	10,052.9	13,220.3	16,392.1
	5,595.2	9,808.4	13,819.0	16,986.4	20,158.2
	25,280.4	24,872.6	28,888.1	33,263.7	36,377.6

주당지표					
()	12/08A	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F
EPS	30,531	28,243	49,489	45,176	45,235
EPS	32,001	30,367	50,600	44,964	44,942
(BPS)	69,131	134,575	190,421	232,657	274,930
(SPS)	270,007	278,187	294,805	344,588	376,440
EBITDA	34,171	35,108	51,665	51,474	50,810
(GCFPS)	24,928	40,215	45,416	41,551	40,985
	3,943	2,792	3,500	3,500	3,500
EPS (3 CAGR, %)	29.8	12.0	14.0	(1.5)	5.5

성장성 및 수익성비율					
(%)	12/08A	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F
(%YoY)	28.5	5.9	6.0	16.9	9.2
(%YoY)	26.0	0.7	54.5	(0.2)	(1.0)
EBITDA (%YoY)	21.2	2.7	47.2	(0.4)	(1.3)
(%YoY)	30.0	(4.9)	75.2	(8.7)	0.1
(%YoY)	34.4	(2.4)	66.6	(11.1)	0.0
	11.1	10.5	15.3	13.1	11.9
EBITDA	13.0	12.6	17.5	14.9	13.5
	11.3	10.2	16.8	13.1	12.0
	11.9	10.9	17.2	13.0	11.9

