

# 2010년 심층분석 #6 현대중공업(009540)

## 적극매수(신규편입) 조선부문도 하나의 사업부다

T.P 330,000 원(신규)

**Analyst**

이지훈

sa75you@sk.com

+82-2-3773-8880

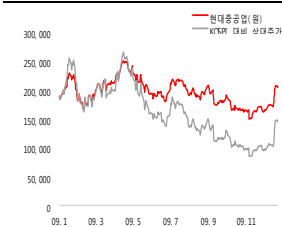
**Company Data**

자본금	3,800 억원
발행주식수	7,600 만주
자사주	1,538 만주
액면가	5,000 원
시가총액	161,120 억원
주요주주	
정몽준	10.80%
현대미포조선	7.98%
외국인지분률	18.80%
배당수익률	2.40%

**Stock Data**

주가(10/01/24)	212,000 원
KOSPI	1684.35 pt
52주 Beta	1.42
52주 최고가	250,000 원
52주 최저가	148,500 원
60일 평균 거래대금	730 억원

**주가 및 상대수익률**



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	28.48%	26.28%
6개월	0.47%	-10.88%
12개월	12.17%	-25.67%

**투자의견 적극매수, 목표주가 330,000 원으로 커버리지 개시**

현대중공업의 주가는 조선부문의 신규수주 추이와 높은 상관관계를 보여왔다. 조선부문의 높은 매출비중과 이익기여를 감안하면 당연한 결과였다. 그러나 신조선 발주감소에 따른 조선부문의 축소와 전기전자, 플랜트 등 비조선부문의 성장으로 회사 전체의 사업구조가 바뀌고 있다. 이전과 같이 조선업체를 동종업체로 삼아 밸류에이션을 산출하는 것은 더 이상 적절하지 않다는 판단이다. 조선, 전기전자, 플랜트, 건설기계 등 각 사업부의 사업가치를 글로벌 경쟁기업과 비교해 sum of the parts 방식으로 산정하였다. 목표주가 330,000은 2010년 예상실적 기준으로 PER 10.7 배에 해당한다.

**전기전자부문이 주력 사업부문으로 부상**

전기전자사업부문이 주력 사업부문으로 부상할 전망이다. 1) 글로벌 송배전설비의 수요 증가와 동사의 시장점유율 상승에 따른 매출 확대 2) 풍력, 태양광 등 신사업 진출로 인한 외형증가가 기대되기 때문이다. 전체 매출에서 차지하는 비중은 2007년 9%에서 2010년에는 16%로 상승하고 신재생에너지 사업이 본격화되는 2012년에는 22%까지 확대될 것으로 예상된다. 수익성 기여도도 2007년 13%에서 2012년에는 31%까지 증가하면서 수익기여도가 가장 높은 핵심사업부문으로 도약할 전망이다.

**조선부문의 본격적인 신규수주는 2011년으로 지연될 가능성 큼**

2009년 전세계 선박발주는 787만 CGT로 2007년 대비 8.6%에 불과하였다. 신규수주 가뭄은 당분간 지속될 것으로 예상된다. 최근 몇 년간 전세계 선박수주는 필요 선복량대비 과도한 수준이었기 때문이다. 글로벌 금융위기 이후로 물동량은 크게 감소하였고 선박에 대한 투기적인 수요는 공급과잉을 심화시켰다. 신규발주의 적정수준을 2003~2005년 평균인 4,368만 CGT로 가정한다면 수주가 개시되는 시점은 빨라야 금년 하반기가 될 것으로 전망된다. 그러나 2010년 하반기는 각국의 출구전략이 본격화될 것으로 예상되는 만큼 수주회복시기는 2011년으로 지연될 가능성이 커 보인다.

**영업실적 및 투자지표**

구분	단위	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
매출액	억원	125,547	155,330	199,571	211,649	214,535	227,215
yoy	%	21.3	23.7	28.5	6.1	1.4	5.9
영업이익	억원	8,789	17,507	22,062	22,811	25,794	26,339
yoy	%	867.4	99.2	26.0	3.4	13.1	2.1
EBITDA	억원	12,576	21,426	25,970	27,500	30,951	31,465
세전이익	억원	11,495	23,944	29,496	26,134	29,381	30,050
순이익	억원	7,128	17,361	22,567	20,572	23,505	24,040
EPS	원	9,380	22,843	29,693	27,069	30,927	31,631
PER	배	13.4	19.4	6.7	6.4	6.9	6.7
PBR	배	2.7	7.6	6.2	1.6	1.6	1.3
EV/EBITDA	배	6.7	14.1	4.9	4.9	5.2	5.0
ROE	%	17.6	35.4	40.7	29.4	24.9	20.9
순차입금	억원	-10,981	-34,313	-24,584	2,383	439	-4,860
부채비율	%	200.8	206.4	351.8	186.1	139.7	115.1

자료 : SK 증권

## Contents

---

1. Investment Summary	..... 3
2. 變化	..... 4
3. Valuation	..... 6
1) Sum of the parts	
2) MI(Multi Industry) 기업과의 상대가치 비교	
4. 부문별 현황	..... 11
전기전자 : 핵심사업부로 도약	
플랜트 : 발전플랜트에 역량 집중	
건설기계 : 회복추세의 지속	
조선 : 존재감의 감소	
엔진기계 : 상대적으로 안전지대	
해양플랜트 : 기지개를 펴다	

## Investment Summary

**목표주가 33 만원, 투자 의견 적극매수로 커버리지를 개시한다.** 조선, 전기전자, 플랜트, 건설기계 등 각 사업부의 사업가치를 글로벌 경쟁기업과 비교해 sum of the parts 방식으로 산정하였다. 목표주가는 2010 년 예상실적기준으로 PER 10.7 배에 해당한다.

현대중공업의 주가는 조선부문의 신규수주추이와 높은 상관관계를 보여왔다. 조선부문의 높은 매출비중과 이익기여를 감안하면 당연한 결과였다. 그러나 신조선발주감소에 따른 조선부문의 축소와 전기전자, 플랜트 등 비조선부문의 성장으로 회사 전체의 사업구조가 바뀌고 있다. **이전과 같이 조선업체를 동종업체로 삼아 밸류에이션을 산출하는 것은 더 이상 적절하지 않다는 판단이다.**

**전기전자사업부가 주력 사업부로 부상할 전망이다.** 그 이유는 1) 글로벌 송배전설비의 수요 증가와 동사의 시장점유율 상승에 따른 매출 확대 2) 풍력, 태양광 등 신사업 진출로 인한 외형증가가 기대되기 때문이다. 전체 매출에서 차지하는 비중은 2007 년 9%에서 2010 년에는 16%로 증가하고 신재생에너지 사업이 본격화 되는 2012 년에는 22%까지 확대될 것으로 예상된다. 수익성 기여도도 2007 년 13%에서 2012 년에는 31%까지 증가하면서 **수익기여도가 가장 높은 핵심사업부로 도약할 전망이다.**

**중동지역 산업플랜트 건설분야에 힘입어 플랜트부문의 외형과 수익성이 빠르게 성장하고 있다.** 국내건설 업체의 2010 년 해외건설수주금액은 700 억달러로 사상최대가 예상되는 등 전방산업의 전망은 여전히 밝다. 이에 따라 동사플랜트부문의 성장속도는 한층 더 가속화될 전망이다. 금년 예상수주규모(발전플랜트만을 감안)는 33 억달러, 2011 년 46 억달러로 수주의 최고치 경신이 이어질 것으로 예상된다.

글로벌 경기침체로 저조한 실적을 보였던 **건설기계부문은 2008 년 4 분기를 저점으로 지속적인 회복세를 보이고 있다.** 국내와 중국판매는 이미 금융위기 이전 수준을 회복했으며 극심한 불황을 겪었던 북미, 유럽 등 선진국 시장도 호전되고 있다. 세계 건설기계 업체들의 주가도 시장대비 초과수익률을 기록하며 건설기계시장에 대한 기대감이 높아지고 있다.

전세계 2009 년 선박발주는 787 만 CGT 로 2007 년 대비 8.6%에 불과하였다. 신규수주 가뭄은 당분간 지속될 것으로 예상된다. 최근 몇 년간 전세계 선박수주는 필요 선박량대비 과도한 수준이었기 때문이다. 글로벌 금융위기 이후로 물동량은 크게 감소하였고 선박에 대한 투기적인 수요는 공급과잉을 심화시켰다. 신규발주의 적정수준을 2003~2005 년 평균인 4,368 만 CGT 로 가정한다면 수주가 개시되는 시점은 빨라야 금년 하반기가 될 것으로 전망된다. 그러나 2010 년 하반기는 각국의 출구전략이 본격화될 것으로 예상되는 만큼 **수주회복시기는 2011 년으로 지연될 가능성이 커 보인다.**

**육상용 발전엔진 증가와 중국비중확대로 신조선발주 감소에 따른 부정적 영향은 제한적일 것으로 판단된다.** 2010 년 매출액은 환율하락을 감안해 전년대비 소폭 하락할 것으로 예상되나 2011 년부터는 생산량증가가 환율효과를 넘어서면서 외형성장은 재차 지속될 것으로 전망된다. 신규수주는 2009 년을 저점으로 2010 년 25 억달러, 2011 년 29 억달러의 증가가 예상된다.

**해양플랜트부문의 선박건조 물량감소에도 불구하고 매출액은 증가할 것으로 예상된다.** 주된 이유는 플랜트사업부의 화공플랜트가 내년부터 해양사업부로 이관되었기 때문이다. 또한 주춤했던 해양플랜트 발주가 2010 년부터 재개됨에 따라 수주전망도 나쁘지 않을 것으로 전망된다. 2010 년 매출액은 전년대비 11.3% 증가한 3 조 4,939 억원이 예상된다.

## 變化

### 신조선발주 감소로 향후 조선부문의 영향력 감소는 불가피

과잉발주와 글로벌 경기위축에 따른 신조선발주의 감소로 향후 조선부문의 매출 및 영업이익 감소는 불가피해 보인다. 조선산업부문의 매출비중이 2007년 49%에서 2012년에는 24%까지 하락할 것으로 예상된다. 수주감소, 인도지연, 취소 물량발생으로 건조척수가 감소함에 따라 영업이익도 크게 감소할 전망이다. 2007년 59%로 전체이익을 감당했던 조선부문의 영업이익비중은 2012년에는 10%까지 급감할 것으로 예상된다.

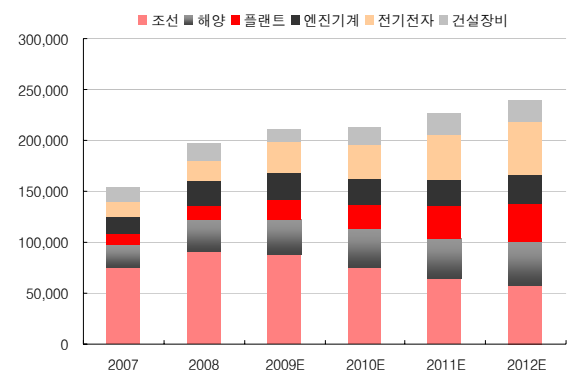
### 비조선부문의 성장으로 전체 사업부의 외형과 수익성 감소는 없을 것

조선부문의 외형축소에도 불구하고 비조선부문의 성장으로 전체 사업부의 외형과 수익성 감소는 없을 것으로 예상된다. 특히 전기전자, 플랜트 부문의 성장이 두드러지는데 이들의 공통분모는 발전과 관련된 사업이라는 것이다. 두 분야의 매출비중이 2012년에는 38%, 영업이익비중은 50%에 달하며 엔진기계부문의 육상엔진까지 고려할 경우 그 비중은 더 높아지게 된다. 전기전자의 주요 품목은 변압기 등 송배전설비이다. 발전산업의 지속적인 성장과 시장점유율 확대에 따른 외형성장이 예상된다. 플랜트부문은 금년부터 화공플랜트를 해양부문과 통합함에 따라 발전플랜트에 역량을 집중하게 된다.

### 조선전문업체로서의 밸류에이션 산출은 적절치 않아...

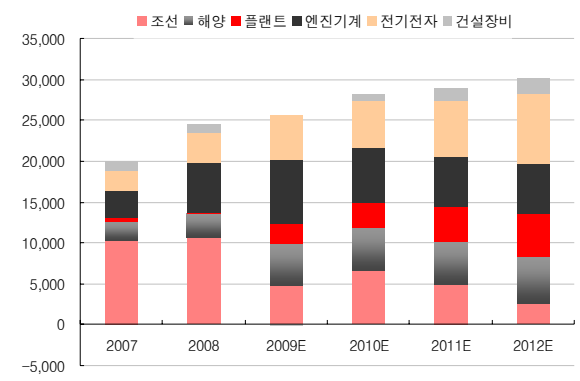
발전부문 확대에 따라 더 이상 조선전문업체로서의 성격은 사라질 것으로 예상된다. 회사의 향후 방향이 미국의 GE, 독일의 지멘스를 닮아갈 가능성이 높아 보인다. 이에 따라 동사에 대한 밸류에이션 적용도 더 이상 기존의 시각으로 설명하는 것은 타당하지 못하다. 각 사업부를 분리하여 글로벌 업체와 상호비교를 통해 적정주가를 산출하는 것이 보다 적절하다는 판단이다.

#### 사업부별 매출추이



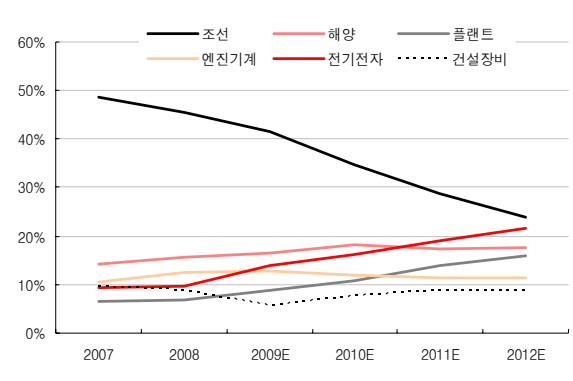
자료 : 현대중공업 SK 증권 추정

#### 사업부별 영업이익 추이



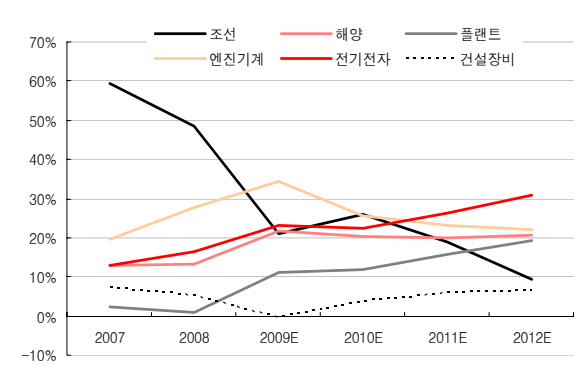
자료 : 현대중공업 SK 증권 추정

#### 사업부별 매출비중 추이



자료 : 현대중공업 SK 증권 추정

#### 사업부별 영업이익비중 추이



자료 : 현대중공업 SK 증권 추정

**2010년 매출액 13%, 영업이익 13.0%증가 예상**

비조선부문의 성장으로 일각의 우려처럼 외형이 감소하지는 않을 것으로 예상된다. 2010년 매출액은 21조 4,535 억원으로 전년대비 소폭의 증가가 예상되며 후판 등 원자재가격하락, 수익성이 높은 프로젝트의 반영으로 영업이익률도 개선이 예상된다. 전기전자사업부가 본궤도에 오르는 2012년에는 매출이 5 조원을 상회하며 동사의 핵심사업부로 부각될 전망이다.

**연도별 실적추이**

(단위 : 억원)

		2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
조선	매출	64,428	75,567	90,849	87,985	74,432	64,960	57,369
	영업이익	5,044	10,380	10,667	4,789	6,694	4,946	2,639
	영업이익률	7.8%	13.7%	11.7%	5.4%	9.0%	7.6%	4.6%
해양	매출	19,345	22,221	30,951	34,939	38,913	39,328	42,300
	영업이익	2,225	2,257	2,890	4,988	5,203	5,299	5,668
	영업이익률	11.5%	10.2%	9.3%	14.3%	13.4%	13.5%	13.4%
플랜트	매출	6,016	10,166	13,744	18,530	23,255	31,853	38,397
	영업이익	-773	404	172	2,524	3,079	4,123	5,299
	영업이익률	-12.8%	4.0%	1.3%	13.6%	13.2%	12.9%	13.8%
엔진기계	매출	12,196	16,457	25,221	27,260	25,429	26,141	27,732
	영업이익	2,058	3,456	6,136	7,884	6,634	6,051	6,101
	영업이익률	16.9%	21.0%	24.3%	28.9%	26.1%	23.1%	22.0%
전기전자	매출	10,565	14,534	19,245	29,363	34,495	43,523	52,460
	영업이익	1,497	2,241	3,596	5,313	5,750	6,920	8,499
	영업이익률	14.2%	15.4%	18.7%	18.1%	16.7%	15.9%	16.2%
건설장비	매출	11,979	15,120	17,686	12,155	16,652	19,963	21,560
	영업이익	981	1,295	1,134	-112	966	1,577	1,854
	영업이익률	8.2%	8.6%	6.4%	-0.9%	5.8%	7.9%	8.6%
기타	매출	1,018	1,265	1,875	1,417	1,360	1,447	1,523
	영업이익	-2,243	26	109	86	96	79	74
	영업이익률	-220.3%	2.1%	5.8%	6.1%	7.1%	5.5%	4.9%
합계	매출	125,547	155,330	199,571	211,649	214,535	227,215	241,341
	영업이익	8,789	17,507	22,061	22,811	25,795	26,339	27,634
	영업이익률	7.0%	11.3%	11.1%	10.8%	12.0%	11.6%	11.5%

자료 : 현대중공업 SK 증권 추정

## Valuation: 각 사업부별로 사업가치 산출

목표주가 33 만원, 투자의견  
적극매수로 커버리지 개시

목표주가 33 만원, 투자의견 적극매수로 커버리지를 개시한다. 조선, 전기전자, 플랜트, 건설기계 등 각 사업부의 사업가치를 글로벌 경쟁기업과 비교해 sum of the parts 방식으로 산정하였다. 목표주가는 2010 년 예상 실적기준으로 PER 10.7 배에 해당한다.

가치산출에 있어 비조선부문에  
대한 정당한 평가 필요

현대중공업의 주가는 조선부문의 신규수주추이와 높은 상관관계를 보여왔다. 조선부문의 높은 매출비중과 이익기여를 감안하면 당연한 결과였다. 그러나 신조선발주감소에 따른 조선부문의 축소와 전기전자, 플랜트 등 비조선부문의 성장으로 회사 전체의 구조가 바뀌고 있다. 이전과 같이 조선업체를 동종업체로 삼아 밸류에이션을 산출하는 것은 더 이상 적절하지 않다는 판단이다.

### MI(Multi Industry)기업들의 매출 구성

기업	대분류	Sales	%	소분류	Sales	%
SIEMENS AG-ADR (mil Euro, 4Q09)	Industry Sector	8,981	47.6%	Industry Automation	1,803	18.7%
				Drive Technologies	1,813	18.8%
				Building Technologies	1,554	16.1%
				OSRAM	1,057	10.9%
				Industry Solutions	1,687	17.5%
				Mobility	1,746	18.1%
	Energy Sector	6,761	35.8%	Fossil Power Generation	2,655	38.4%
				Renewable Energy	661	9.6%
				Oil & Gas	1,090	15.8%
				Power Transmission	1,637	23.7%
				Power Distribution	863	12.5%
	Healthcare Sector	3,141	16.6%	Imaging & IT	1,921	19.0%
				Workflow & Solutions	397	3.9%
Diagnostics				864	8.6%	
GE (mil \$, 3Q09)	Infrastructure	19,126	50.6%	Energy Infra	8,917	46.6%
				Technology Infra	10,209	53.4%
	NBC Universal	4,079	10.8%			
	Capital Finance	12,161	32.2%			
	C&I	2,438	6.4%			
MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES (bil Yen, 2Q09)	Shipbuildings & Ocean Development	106	7.8%			
	Power Systems	487	36.2%			
	Machinery & Steel Structures	215	16.0%			
	Aerospace	214	15.9%			
	Mass and Medium Machinery	260	19.3%	GM & SV	134	51.5%
				Air-con	68	26.3%
				Industrial	58	22.2%
Other	64	4.8%				

자료 : 각사

**부문별로 사업가치 산출:  
실적기준으로 PER 10.7 배**

1) 조선(조선+엔진기계), 전기전자, 플랜트(해양+플랜트), 건설기계 사업부로 나누고 각 사업부의 영업이익치에 글로벌 peer 그룹의 평균 multiple 을 적용하여 사업가치를 산출하였다. 상장유가증권은 시가에서 30%를 할인하였고 비상장법인인 장부가에서 30%를 할인하여 자산가치를 산출하였다. 이에 따라 구해진 목표주가는 33 만원이며 2010 년 실적기준으로 PER 10.7 배에 해당한다.

**적정 가치 산출**

(단위: 십억원 원 배)

사업가치	2009E	2010E	2011E
조선부문 EBITDA	1,343	1,413	1,166
Multiple(x)	4.8	4.4	4.4
조선부문 사업가치	6,499	6,203	5,118
전기전자부문 EBITDA	563	609	734
Multiple(x)	14.1	12.7	12.7
전기전자부문 사업가치	7,968	7,763	9,343
플랜트부문 EBITDA	796	878	999
Multiple(x)	10.7	9.0	9.0
플랜트부문 사업가치	8,547	7,913	9,003
건설기계부문 EBITDA	44	44	44
Multiple(x)	16.1	13.0	13.0
건설기계부문 사업가치	705	569	569
<b>전체사업가치(A)</b>	<b>23,719</b>	<b>22,448</b>	<b>24,033</b>

비영업자산가치	회사명	지분율	취득가	장부가	시가
상장법인	현대상선	17.6%	404	372	660
	현대자동차	3.5%	519	848	835
	현대엘리베이터	2.2%	2	9	8
	현대종합상사	0.4%	11	1	2
	동양종금	3.4%	100	52	45
	대한해운	2.7%	55	16	14
	기타		16	9	9
	합계		1,107	1,307	1,573
비상장법인	현대오일뱅크	19.9%	266	342	342
	현대삼호중공업	94.9%	204	1,386	1,386
	현대기업금융	67.5%	78	90	90
	기타		401	320	320
	합계		950	2,138	2,138
<b>비영업자산가치합계(B)</b>			<b>2,057</b>	<b>3,445</b>	<b>3,711</b>

	2009E	2010E	2011E
순차입금(C)	238	44	-486
기업가치(D=A+B-C)	26,078	25,002	27,117
<b>주당기업가치(E)</b>	<b>343,132</b>	<b>328,977</b>	<b>356,799</b>

자료 : Bloomberg, 현대중공업 SK 증권 추정

주: 상장법인은 1/2 일 주가기준(30%할인 적용), 비상장법인은 2009 년 3Q 장부가 기준(30%할인)

**MI의 평균 Multiple 을 적용한  
목표주가는 35 만원**

2) 현대중공업의 사업부가 발전부문(발전플랜트, 전기전자부문의 송배전설비, 풍력 등 신재생에너지)을 중심으로 다양해짐에 따라 복수의 사업부문을 지닌 글로벌 Multi Industry 기업을 찾아 이들에게 적용되는 평균 multiple 을 적용하여 목표주가를 산출하였다. 대상기업들은 에너지 또는 발전섹터를 주사업부로 지니고 있어 동사와 비교하는데 큰 무리가 없어 보인다. 특히 지멘스의 에너지섹터는 화력발전, 신재생에너지, 송배전설비 등 현대중공업의 향후 주력사업부와 유사성이 높다. GE, 지멘스, MHI 를 선정하였으나 MHI 는 Multiple 이 지나치게 높아 배제하였다. 2010년 예상 EPS 에 GE 와 지멘스의 현재 PER 을 30%할인하여 산출한 목표주가는 35 만원이다. 매출규모나 수익성 차이가 커서 30%의 할인율을 적용하였다.

**MI 기업들의 실적추정표**

(단위 : USD, M)

Company	FY	Sales	OP	NI	EPS(\$)	PER(x)	BPS(\$)	PBR(x)	EV/EBITDA(x)	EBITDA	ROE(%)	Net Debt	CAPEX
GE	2009E	155,360	16,271	10,820	1.00	16.1	10.53	1.5	27.9	23,058	9.5	464,146	-2,580
	2010E	153,070	14,052	10,196	0.95	17.0	10.95	1.5	26.3	23,678	8.5	442,697	-2,137
	2011E	151,015	22,456	12,538	1.16	13.8	11.79	1.4	18.5	30,412	10.7	383,042	-1,870
SIEMENS	2009E	109,363	8,124	5,637	6.42	14.7	45.0	2.1	7.2	12,340	13.6	9,382	-3,961
	2010E	107,720	7,719	4,952	6.18	14.8	47.2	1.9	8.4	11,216	12.9	12,927	N/A
	2011E	113,325	11,213	6,380	8.35	10.9	52.5	1.7	7.0	13,319	-	10,539	N/A
MHI	2009E	32,975	614	85	0.03	139.4	4.14	0.9	11.0	2,285	0.6	12,326	-2,203
	2010E	33,318	860	263	0.08	46.3	4.17	0.9	10.0	2,580	1.7	12,973	-2,203
	2011E	34,003	1,209	466	0.14	26.0	4.20	0.9	9.0	2,955	2.8	13,735	-2,258

자료 : Bloomberg

글로벌 동종업체의 실적추정표

(단위 : USD, M)

Sector	Company	FY	Sales	OP	NI	EPS(\$)	PER(x)	BPS(\$)	PBR(x)	EV/EBITDA(x)	EBITDA	ROE(%)	Net Debt	CAPEX
조선	삼성중공업	2009E	11,561	844	630	2.80	8.5	11.44	2.1	5.1	1,079	27.3	2	-650
		2010E	12,393	1,116	865	3.83	6.2	14.82	1.6	4.1	1,371	29.2	106	-550
		2011E	12,461	1,064	830	3.67	6.5	17.92	1.3	4.0	1,332	22.5	-199	-547
	대우조선해양	2009E	11,294	640	582	3.03	6.1	12.25	1.5	5.0	829	28.4	604	-481
		2010E	11,918	888	657	3.45	5.4	15.18	1.2	3.8	1,082	25.0	595	-386
		2011E	11,246	809	613	3.21	5.8	17.68	1.1	3.7	1,001	19.1	118	-374
	한진중공업	2009E	3,039	389	159	3.42	6.0	41.95	0.5	6.1	443	7.9	1,711	-75
		2010E	3,028	291	154	3.39	6.1	45.58	0.5	7.4	347	7.2	1,586	-78
		2011E	2,990	274	154	3.24	6.4	48.82	0.4	7.3	331	6.9	1,420	-81
	현대미포조선	2009E	3,532	360	371	18.54	6.0	115.25	1.0	3.1	410	17.2	-902	-75
		2010E	3,723	480	444	22.28	5.0	133.91	0.8	2.2	526	18.7	-1,018	-70
		2011E	3,815	481	446	22.38	4.9	151.44	0.7	2.0	528	16.3	-1,127	-68
엔지니어링	TECHNIP SA	2009E	9,196	936	584	5.45	12.7	36.82	1.9	4.6	1,218	15.8	-2,028	-543
		2010E	8,654	769	474	4.41	15.7	39.61	1.7	5.3	1,034	11.7	-2,129	-409
		2011E	9,340	867	542	5.09	13.6	43.20	1.6	4.4	1,135	12.2	-2,572	-363
	FLUOR CORP	2009E	21,968	1,165	701	3.83	12.1	18.02	2.6	4.7	1,286	22.0	-2,234	-246
		2010E	21,341	1,048	627	3.45	13.4	21.01	2.2	5.0	1,147	15.5	-2,587	-247
		2011E	23,070	1,096	691	3.73	12.4	25.99	1.8	4.3	1,292	15.1	-2,704	-272
	FOSTER WHEELER	2009E	5,040	470	371	2.91	10.6	5.08	6.1	5.8	513	105.5	-978	-53
		2010E	5,092	431	338	2.64	11.8	7.39	4.2	5.7	480	73.4	-1,229	-60
		2011E	5,489	467	370	2.88	10.8	10.10	3.1	4.1	528	45.9	-1,784	-67
	삼성엔지니어링	2009E	3,093	249	234	5.91	16.6	17.77	5.5	12.3	265	39.7	-679	-57
		2010E	3,915	302	289	7.30	13.5	23.62	4.2	9.9	322	36.4	-754	-78
		2011E	5,158	410	377	9.53	10.3	31.38	3.1	7.1	426	35.6	-924	-85

자료 : Bloomberg

글로벌 동종업체의 실적추정표

(단위 : USD, M)

Sector	Company	FY	Sales	OP	NI	EPS(\$)	PER(x)	BPS(\$)	PBR(x)	EV/EBITDA(x)	EBITDA	ROE(%)	Net Debt	CAPEX
발전관련	AREVA	2009E	20,473	660	573	17.94	26.9	265.15	1.8	18.1	1,570	8.0	10,244	-3,341
		2010E	20,914	1,271	852	24.75	19.5	299.29	1.6	12.6	2,439	8.0	12,660	-3,524
		2011E	18,792	1,393	952	26.12	18.5	316.10	1.5	11.2	2,741	8.9	12,570	-3,303
	ALSTOM	2009E	28,248	2,475	1,754	6.03	11.7	18.72	3.8	5.9	2,956	33.9	-2,916	-886
		2010E	29,302	2,297	1,638	5.66	12.5	22.43	3.1	6.3	2,901	25.0	-2,033	-891
		2011E	29,172	2,297	1,606	5.65	12.6	26.05	2.7	6.2	2,966	23.5	-2,295	-863
	ABB LTD	2009E	31,435	4,006	2,768	1.21	15.2	5.72	3.2	7.8	4,698	24.1	-6,227	-916
		2010E	30,285	3,451	2,386	1.06	17.4	6.21	3.0	8.4	4,217	18.3	-7,300	-875
		2011E	31,857	4,187	2,846	1.26	14.7	6.94	2.7	7.0	4,835	20.1	-8,876	-893
	두산중공업	2009E	5,706	350	-207	-2.04	적자	26.33	3.1	23.4	451	-6.8	1,842	-182
		2010E	6,620	477	305	3.00	27.5	29.03	2.8	17.2	606	10.8	1,734	-177
		2011E	7,242	598	459	4.53	18.2	33.23	2.5	13.9	740	14.4	1,589	-173
건설기계	CATERPILLAR INC	2009E	31,922	1,076	1,218	2.02	26.8	11.01	4.9	20.1	3,116	18.0	28,424	-1,295
		2010E	35,784	2,453	1,718	2.70	20.1	11.12	4.9	15.2	4,194	19.4	29,488	-2,065
		2011E	40,984	3,566	2,427	3.93	13.8	13.52	4.0	11.3	5,723	26.6	30,421	-3,400
	KOMATSU LTD	2009E	15,849	794	415	0.40	53.0	9.33	2.3	14.6	1,844	4.1	5,204	-1,039
		2010E	17,586	1,416	788	0.82	26.2	9.90	2.2	10.5	2,516	9.2	4,759	-958
		2011E	19,622	1,964	1,127	1.21	17.7	10.76	2.0	8.6	3,032	11.6	4,263	-1,027
	CNH GLOBAL N.V.	2009E	12,888	484	-168	-0.70	적자	28.78	0.9	17.3	732	-2.2	6,461	-476
		2010E	13,035	829	158	0.62	41.1	29.28	0.9	11.3	1,094	-	6,210	-600
		2011E	13,799	1,093	358	1.39	18.4	30.53	0.8	8.5	1,469	-	6,320	-620
	INGERSOLL-RAND	2009E	13,225	948	533	1.66	21.3	22.07	1.6	10.0	1,379	7.8	2,385	-232
		2010E	13,513	1,170	756	2.24	15.7	23.86	1.5	8.9	1,575	9.8	2,582	-278
		2011E	14,255	1,353	891	2.75	12.8	26.15	1.3	8.0	1,664	9.6	1,977	-338
	TEREX CORP	2009E	5,085	-235	-235	-2.17	적자	16.69	1.3	적자	-123	-14.7	869	-66
		2010E	4,883	69	-35	-0.26	적자	16.23	1.3	18.2	165	-3.2	671	-77
		2011E	5,428	303	118	1.22	17.6	17.71	1.2	7.3	381	6.5	477	-88
	두사인프라코어	2009E	2,395	188	-149	-1.08	적자	6.78	2.5	18.7	249	-13.8	1,778	-56
		2010E	2,798	263	70	0.41	41.6	7.25	2.4	14.1	328	7.7	1,734	-64
		2011E	3,182	330	220	1.34	12.8	8.48	2.0	11.1	406	16.7	1,610	-66

자료 : Bloomberg

## 전기전자: 핵심사업부로 도약

**전기전자사업부가 핵심으로 부상 전망. 2012년 매출비중 22%, 수익기여 28%까지 증가**

전기전자사업부가 주력 사업부로 부상할 전망이다. 그 이유는 1) 글로벌 송배전설비의 수요 증가와 동사의 시장점유율 상승에 따른 매출 확대가 예상되고 2) 풍력, 태양광 등 신사업 진출로 인한 외형증가가 기대되기 때문이다. 전체 매출에서 차지하는 비중은 2007년 9%에서 2010년에는 16%로 증가하고 신재생에너지 사업이 본격화되는 2012년에는 22%까지 확대될 것으로 예상된다. 수익성 기여도도 2007년 13%에서 2012년에는 31%까지 증가하면서 수익기여도가 가장 높은 핵심사업부로 도약할 전망이다.

전기전자부문 실적추이

(단위: 억원)

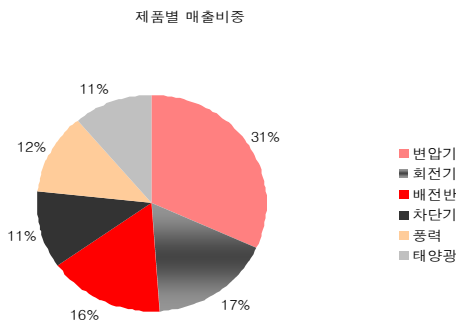
	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
매출액	14,534	19,245	29,363	34,495	43,523	52,460
영업이익	2,241	3,596	5,313	5,750	6,920	8,499
영업이익률	15.4%	18.7%	18.1%	16.7%	15.9%	16.2%
매출비중	9.4%	9.6%	13.9%	16.1%	19.2%	21.7%
영업이익비중	12.8%	16.3%	23.3%	22.3%	26.3%	30.8%

자료: 현대중공업 SK 증권 추정

**주요제품은 변압기와 회전기 등 송배전설비, 신재생에너지사업으로 성장성 확대**

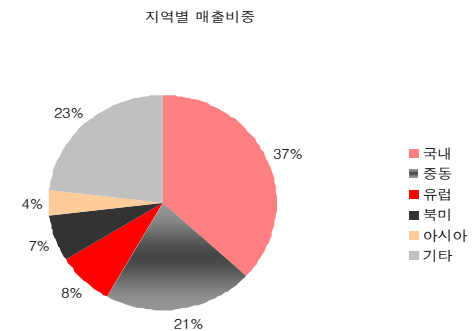
주요 제품으로는 변압기, 회전기, 배전반 등이 있으며 풍력과 태양광 사업진출에 따라 2009년부터는 솔라 셀과 솔라모듈이, 금년에는 풍력발전기 제품이 추가된다. 2010년 기준으로 전기전자부문에서 제품별 예상 매출비중을 보면 변압기가 31%로 가장 많고 회전기가 17%이다. 지역별로는 국내가 37%로 가장 많고 발전 시설 확대에 따라 중동지역이 21%까지 증가할 것으로 예상된다. 이머징국가의 발전설비 투자확대에 따라 이머징마켓의 비중은 점차 증가할 것으로 전망된다.

제품별 매출비중(전기전자부문)



자료: SK 증권 추정 2010년 예상실적기준

지역별 매출비중



자료: SK 증권 추정 2009년 예상실적기준

주력 제품인 송배전설비는 지속적인 성장을 이룰 전망이다. 그 이유는 1) 글로벌 발전설비의 지속적인 확대가 예상되고, 2) 이머징마켓의 시장확대와 동사의 시장점유율이 증가 추세에 있으며, 3) 선두업체대비 가격경쟁력이 충분하기 때문이다.

**2009년 세계 송배전시장규모 500억유로 돌파**

2009년 세계 송배전시장규모는 500억유로를 돌파하였다. 매년 꾸준한 성장을 보이고 있는데 이는 세계 발전설비용량이 지속적으로 증가하기 때문이다. 향후 송배전시장의 성장은 이머징마켓이 주도할 것으로 예상된다. 경제성장에 따라 이들 국가의 발전수요가 급증하고 있다. EIA에 따르면 2030년까지 연평균 에너지소비 증가율이 유럽은 0.4%인 반면에 아시아는 3.2%, 중동과 아프리카는 2%를 넘어설 것으로 전망하고 있다.

**이머징마켓의 성장은 새로운 기회요인. 시장점유율도 꾸준히 상승**

이머징마켓의 성장은 동사에게 새로운 기회요인이 되고 있다. 상위 3개업체인 지멘스, ABB, 아레바 3개사의 시장점유율이 50%에 이를 정도로 선두 기업에 의해 시장이 독점되어 있으며 신규진입이 쉽지 않다. 이러한 상황에서 현대중공업의 시장점유율은 꾸준히 증가하고 있다. 2006년 1.8%에서 2009년에는 3.2%까지 증가한 것으로 추정되는데 이는 중동, 아시아 등 이머징마켓에서의 성공적인 시장진입이 주된 이유중의 하나다. 향후에도 품질대비 뛰어난 가격경쟁력을 바탕으로 세계 시장점유율은 증가할 것으로 예상된다.

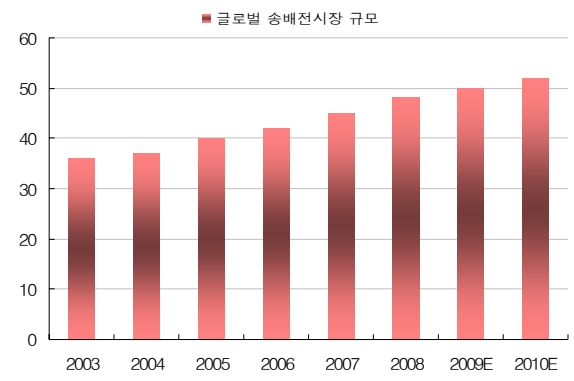
**성공가능성이 높은 풍력발전기 사업**

신성장동력으로 추진되고 있는 풍력발전기 사업은 추진현황, 기술력, 생산시설을 감안할 때 성공가능성이 높고 구체적인 성과도 빠르게 볼 수 있을 것이다. 1,057억원을 투자한 군산공장은 2013년까지 600MW의 생산능력을 갖추게 된다. 1.65MW 급은 이미 생산 개시되었으며 중국에 수출예정인 1.5MW도 기술개발이 완료된 상태이다. 풍력발전기는 기존 사업과의 기술 연관성이 높아 제품개발속도도 빠르고 단조, 주조 설비 등도 갖추고 있어 부품생산에도 무리가 없을 것으로 판단된다.

**2012년 매출액은 1조원을 상회할 것으로 예상됨**

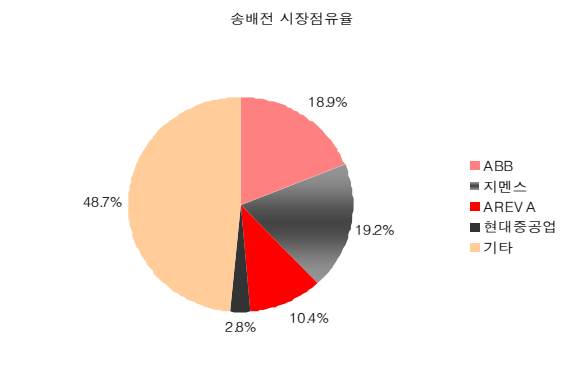
2009년 3월 한국남부발전과 풍력발전기 100기 설치를 위한 MOU를 시작으로 9월에는 미국풍력발전회사 웨이브윈드와 1.65MW 급 6기에 대한 공급계약을 체결했다. 12월에는 중국 최대 전력회사인 화닝그룹과 풍력발전기 300기 수출에 대한 소식이 보도되었다. 현지 생산을 위해 화닝그룹과 중국현지에 합작사를 설립하는 계약이 조만간 체결될 것으로 알려지고 있다. 2010년 10월 30기, 11월과 12월에 각 100기가 공급될 예정이다. 또한 2010년 1월에는 국내와 파키스탄에서 풍력발전기 공급에 대한 MOU 체결이 있었다. 풍력부문의 매출반영은 2010년에는 3,000~3,500억원에 머물겠지만 2012년에는 1조원을 상회하면서 전기전자사업부의 한 축을 담당할 것으로 전망된다.

글로벌 송배전시장 규모 (십억유로)



자료 : ABB

송배전 시장점유율



자료 : 각사, 2009년 예상실적기준

## 플랜트: 발전플랜트에 역량 집중

### 중동지역 산업플랜트 건설분야 다른 수혜 지속

중동지역 산업플랜트 건설분야에 힘입어 플랜트부문의 외형과 수익성이 빠르게 성장하고 있다. 국내건설 업체의 2010년 해외건설수주금액은 700억불로 사상최대가 예상되는 등 전방산업의 전망은 여전히 밝다. 이에 따라 동시플랜트부문의 성장속도는 한층 더 가속화될 전망이다. 금년 예상수주규모(발전플랜트만을 감안)는 33억달러, 2011년 46억달러로 수주의 최고치 경신이 이어질 것으로 예상된다.

### 해외건설수주 국내 4위 수익성도 업계 최고 수준

2005~2009년 국내업체의 해외건설수주금액은 총 1,654억달러에 달한다. 현대중공업은 138억달러를 수주해 수주규모는 4위에 해당할 정도로 이미 경쟁력과 사업성을 인정받고 있다. 2009년 이 부문의 영업이익률은 13.6%로 추정되는 등 이는 동종 국내 및 해외EPC 업체와 비교해 볼 때 최상위 수준이다. 담수프로젝트를 포기하는 등 철저한 수익성 위주의 전략입찰이 가져온 결과이다.

지난 5년간의 수주를 분석해보면 지역별로는 중동지역이 63%로 압도적인 비중을 차지한다. 아시아지역과 아프리카지역의 비중도 점차 증가하는 추세이다. 산업별로는 가스플랜트와 발전에서 강점을 보이고 있다. 각각의 매출비중은 59%, 32%에 달한다.

### 국내업체의 해외건설수주 내역

(단위: 천달러)

업 체	총 계	원청단독	원청합작
총 계	165,440,941	122,087,739	35,771,930
현대건설	20,012,611	12,629,581	4,400,623
GS건설	18,096,066	11,204,900	6,889,223
삼성ENG	16,928,850	14,043,485	2,851,819
<b>현대중공업</b>	<b>13,821,120</b>	<b>10,761,487</b>	<b>3,052,906</b>
두산중공업	11,151,122	8,759,084	2,327,438
SK건설	11,015,975	9,639,972	1,354,948
대우건설	9,242,702	6,312,709	2,257,664
대림산업	8,802,510	6,576,904	2,225,606
삼성물산	5,377,167	2,877,402	2,499,765

자료: 해외건설협회

### 현대중공업 주요 수주 내역

(단위: 천달러)

국가	공사명	발주처	계약금액	공기	비고	공정률
나이지리아	에스크라보스 가스 플랜트 3단계	CHEVRON NIGERIA LTD.	667,358	2005-04-27/2008-09-30	시공중	75.70%
나이지리아	오픈 페이스 2, 오에프피 2 플랫폼 톱사이드 공사	이피엔엘	519,158	2007-07-01/2010-07-15	시공중	20.80%
바레인	알두르 민자발전담수공사	Al Dur Power and Water Company BSC	1,741,500	2008-08-14/2011-06-01	시공중	30.40%
사우디	마라피고 담수발전 공사	Marafiq	1,063,056	2007-06-04/2010-03-20	시공중	91.10%
사우디	샤이바 발전소 공사	사우디 아람코	164,635	2006-04-09/2008-07-09	시공중	99.90%
아랍에미	다스 아일랜드 가스 플랜트	ADGAS	998,291	2009-07-29/2013-08-30	미착공	0.00%
아랍에미	움 사이프 가스 인젝션 시설 건설공사	ADMA-OPCO	1,595,000	2006-09-24/2010-06-15	시공중	79.00%
카타르	Pearl GTL 프로젝트(가스처리 공사)	Qatar Shell GTL Ltd.	517,837	2006-08-01/2010-07-30	시공중	93.70%
쿠웨이트	사비아 복합 화력 발전소 건설공사	수전력성	1,378,000	2009-09-13/2012-06-01	미착공	0.00%
쿠웨이트	원유수출 설비공사	쿠웨이트석유회사	1,240,286	2005-10-03/2008-06-30	시공중	95.80%

자료: 해외건설협회, 2005~2009년

**플랜트부문은 발전플랜트에  
역량집중**

2010년부터는 동사의 플랜트부문중 화공분야가 해양과 합쳐짐에 따라 플랜트부문은 발전부문만이 남게된다. 이는 산업플랜트중에서 발전분야가 동사의 경쟁력이 높은 분야이고 시장규모나 성장성이 높기 때문에 역량을 집중하기 위함으로 풀이된다. 발전주기에 대한 기술축적과 제품개발이 이뤄지고 있어 플랜트부문의 경쟁력은 한층 더 강화될 전망이다.

**입찰에 참여중인 프로젝트  
규모는 80 억불 규모  
원자재가격 하락안정으로  
2010 년에도 높은 수익성 유지  
가능**

현재 입찰에 참여중인 프로젝트는 80 억달러 수준이다. 2009년 중동지역의 가스, 화공 플랜트가 중심이었다면 2010년에는 발전플랜트가 주를 이룰 것으로 예상되는 만큼 플랜트부문의 수주는 호조를 보일 것으로 전망된다. 신규수주는 30 억달러를 상회할 것으로 예상된다. 2010년 매출액은 2조 3,255 억원으로 전년 대비 25.4% 증가할 것으로 예상된다. 매출에 반영되는 주요 프로젝트는 바레인 알두르 민자발전담수공사와 쿠웨이트 사비아 복합 화력 발전소 건설공사로 두 프로젝트의 매출이 1 조원을 상회할 것으로 전망된다. 예상영업이익률은 13.2%로 고수익성이 유지될 것으로 보인다. 주된 이유는 수주시보다 원자재가격이 하락하면서 예정원가가 낮아졌기 때문이다.

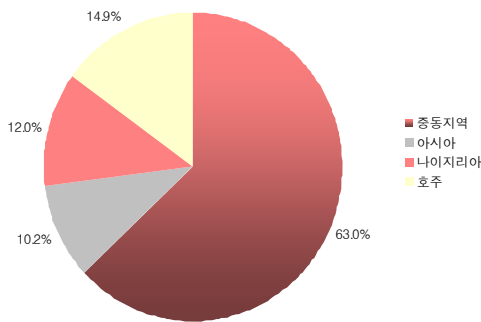
**플랜트부문 실적추이**

(단위: 억원)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
매출액	10,166	13,744	18,530	23,255	31,853	38,397
영업이익	404	172	2,524	3,079	4,123	5,299
영업이익률	4.0%	1.3%	13.6%	13.2%	12.9%	13.8%
매출비중	6.5%	6.9%	8.8%	10.8%	14.0%	15.9%
영업이익비중	2.3%	0.8%	11.1%	11.9%	15.7%	19.2%

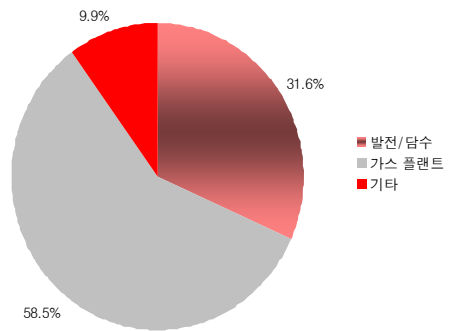
자료 : 현대중공업 SK 증권 추정

**지역별 수주**



자료 : 해외건설협회, 2005~2009년 누적금액 기준

**공종별 수주**



자료 : 해외건설협회, 2005~2009년 누적금액 기준

## 건설기계: 회복추세의 지속

### 2008년 4분기를 저점으로 회복추세 지속

글로벌 경기침체로 저조한 실적을 보였던 건설기계부문은 2008년 4분기를 저점으로 지속적인 회복세를 보이고 있다. 국내와 중국판매는 이미 금융위기 이전 수준을 회복했으며 극심한 불황을 겪었던 북미, 유럽 등 선진국 시장도 호전되고 있다. 세계 건설기계 업체들의 주가도 시장대비 초과수익률을 기록하며 건설기계시장에 대한 기대감이 높아지고 있다.

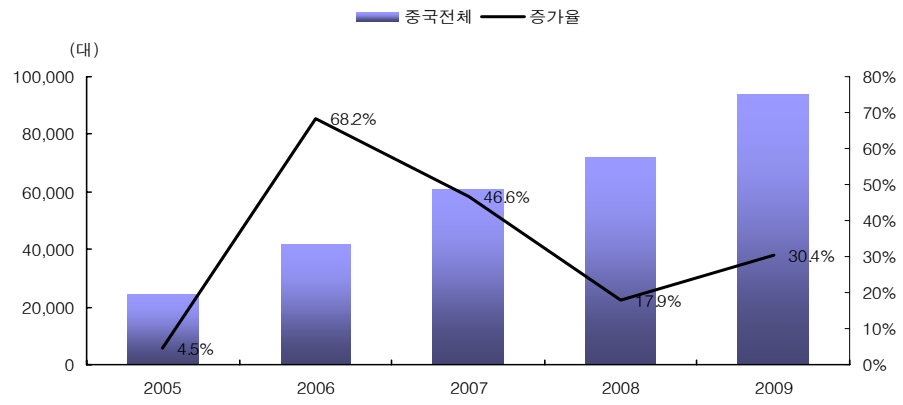
### 2010년 영업이익은 966억원으로 흑자 전환 예상

업황호전에 힘입어 2010년 매출액은 전년대비 37.0% 증가한 1조 6,652억원이 예상된다. 국내의 경우 4대 강개발 특수에 힘입어 굴삭기와 휠로더 매출이 안정적인 것으로 판단된다. 리스방식으로의 판매방식전환이 안정화 단계에 진입함으로써 중국매출도 안정적이다. 이머징마켓으로의 직수출도 회복조짐을 나타내고 있다. 영업이익은 966억원으로 흑자전환이 예상된다. 외형증가와 더불어 매출확대를 위한 가격프로모션의 종료도 수익개선의 주된 이유이다.

### 중국 굴삭기시장 10만대 돌파 예상

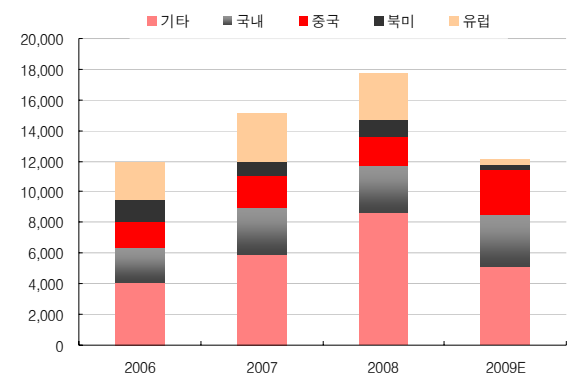
중국도 SOC 투자와 서부개발이 진행중인만큼 1만대이상의 굴삭기 판매는 가능해 보인다. 최근 금리인상 등 중국정부의 건축 움직임이 있지만 굴삭기시장은 10만대를 넘어서면서 10%증반대의 성장이 예상된다. 그러나 글로벌업체들의 중국공략이 가속화됨에 따라 시장점유율 하락은 불가피한 상황이다. 동사의 중국 굴삭기시장 예상시장점유율은 10.1%이다.

### 중국시장 굴삭기 판매대수와 증가율



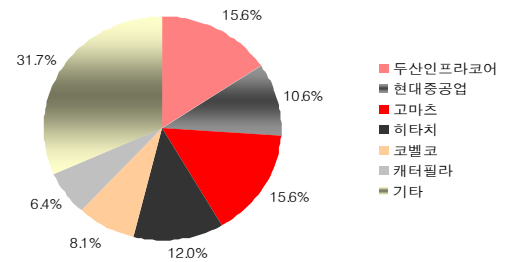
자료 : 현대중공업 SK 증권 추정

### 지역별 매출추이 (억원)



자료 : 현대중공업 SK 증권 추정

### 업체별 중국시장점유율 추이



자료 : 각사, 2009년 기준

## 조선: 존재감의 감소

**본격적인 수주회복시기는 2011년이나 가능할 것으로 예상**

전세계 2009년 선박발주는 787만 CGT로 2007년 대비 8.6%에 불과하였다. 신규수주 가뭄은 당분간 지속될 것으로 예상된다. 최근 몇 년간 전세계 선박수주는 필요 선복량대비 과도한 수준이었기 때문이다. 글로벌 금융위기 이후로 물동량은 크게 감소하였고 선박에 대한 투기적인 수요는 공급과잉을 심화시켰다. 신규발주의 적정수준을 2003~2005년 평균인 4,368만 CGT로 가정한다면 수주가 개시되는 시점은 빨라야 금년 하반기가 될 것으로 전망된다. 그러나 2010년 하반기는 각국의 출구전략이 본격화될 것으로 예상되는 만큼 수주회복시기는 2011년으로 지연될 가능성이 커 보인다.

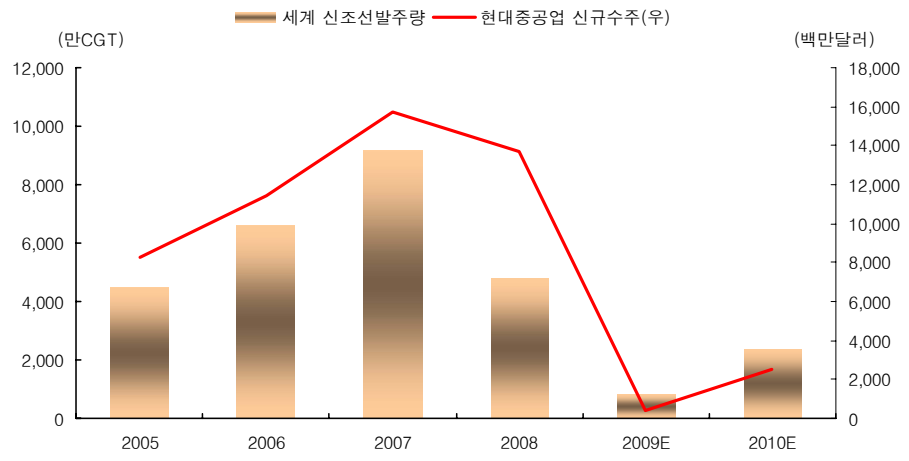
**신조선발주 감소에 따라 조선부문의 영향력 감소**

세계 신조선 발주 감소에 따라 현대중공업의 신규수주도 급감하고 있다. 2007년 157억불을 기록하면서 사상최고치를 경신했다가 2008년 136억달러, 2009년에는 5억달러에 그쳤다. 이에 따라 향후 조선부문의 매출비중과 수익성 기여도도 점차 낮아질 것으로 예상된다. 2008년 46%까지 높아졌던 매출비중은 금년에는 35%, 2011년에는 29%까지 감소할 것으로 전망된다. 영업이익 기여도도 2008년 48%에서 2011년에는 19%까지 하락할 것으로 추정된다.

**현 수주잔고는 220억달러를 하회한 것으로 추정됨. 2.5년치 정도의 물량 확보**

2009년 신규수주가 5억달러에 그침에 따라 현 수주잔고는 220억달러를 하회한 것으로 추정된다. 2.5년치 정도의 물량을 확보하고 있으나 선박의 건조스케줄을 감안하면 추가적인 신규수주가 시급한 상황이다. 금년 하반기부터 수주가 개시되지 않는다면 2012년 이후는 매출에 차질을 빚을 수 밖에 없다. 그러나 동사의 경우 비조선부문의 신규수주가 활기를 띠고 있어 여타의 조선업체처럼 저가 입찰을 서두르지는 않을 것으로 판단된다. 이에 따라 조선부문의 신규수주는 2010년 25억달러, 2011년 45억달러에 그칠 것으로 전망하였고 같은 기간 수주잔고는 각각 157억, 132억달러가 될 것으로 추정된다.

세계 신조선발주량과 현대중공업 신규수주액 추이



자료 : Clarksons, 현대중공업, SK 증권 추정

**2010년 조선부문 매출액은 전년대비 15.4% 감소한 7조 4,432억원 예상**

2009년 매출액은 8조 7,985억원으로 전년대비 3.2% 감소한 것으로 추정된다. 환율상승에도 불구하고 매출액이 감소한 것은 선주들의 인도지연 요청에 따라 건조지연이 일부 발생했기 때문이다. 지연율은 9-11%인 것으로 추정된다. 2010년에도 인도지연 요청이 지속될 것으로 예상되나 선가상승분을 반영해 달러매출액은 오히려 증가할 것으로 예상된다. 그러나 최근 달러약세 기조를 반영해 원화매출액은 전년대비 감소할 것으로 전망된다. 인도지연율은 11%, 선가상승율 10%, 평균환율 1,105 원/달러를 가정한 2010년 조선부문 매출액은 7조 4,432억원으로 전년대비 15.4% 감소할 것으로 예상된다.

**후판가격하락, 선가상승으로 수익성은 오히려 개선**

매출액은 감소하지만 수익성은 오히려 개선될 것으로 예상된다. 2010년 예상영업이익은 전년대비 39.8% 증가한 6,694억원이다. 조선부문의 수익성을 결정하는 가장 큰 변수는 후판, 선가, 환율인데 이 중에서 후판, 선가가 수익성에 우호적이기 때문이다. POSCO의 후판가격 인하분이 지난 4분기부터 반영되었다. 후판가격 하락은 연간 3%p 정도의 영업이익률 상승이 예상된다. 사용량(해양플랜트포함)은 195만톤으로 추정하였다.

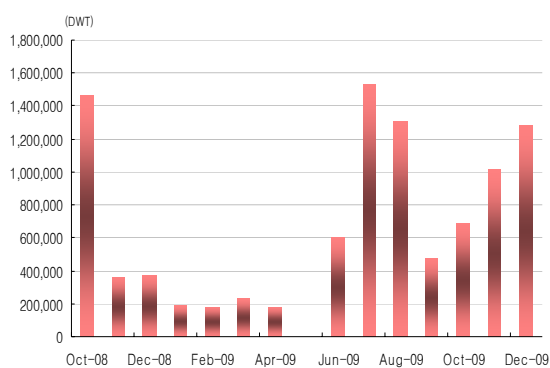
조선부문 연간실적예상

(단위 : 억원, 원/달러)

	2009E	2010E	2011E	2012E
매출	87,985	74,432	64,960	57,369
영업이익	4,789	6,694	4,946	2,639
영업이익률	5.4%	9.0%	7.6%	4.6%
수주잔량(억달러)	21,000	15,773	13,200	12,715
신규수주(억달러)	444	2,500	4,500	6,000
해양사업부 조선매출	14,000	10,852	10,718	10,728
평균환율	1,277	1,105	1,070	1,050
매출적용환율	1,275	1,155	1,120	1,080

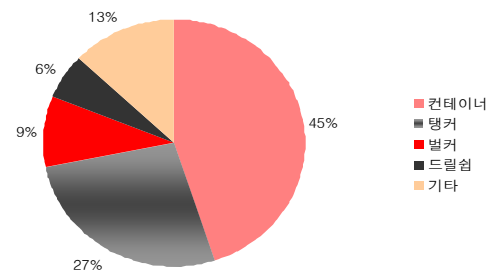
자료 : SK 증권 추정

세계 월별 신규수주 추이



자료 : Clarksons

선종별 수주잔량



자료 : 현대중공업

## 엔진기계: 상대적으로 안전지대

### 신조선발주 감소에 따른 부정적 영향은 제한적

육상용 발전엔진 증가와 중국비중확대로 신조선발주 감소에 따른 부정적 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 2010년 매출액은 환율하락을 감안해 전년대비 소폭 하락할 것으로 예상되나 2011년부터는 생산량증가가 환율효과를 넘어서면서 외형성장은 재차 지속될 것으로 전망된다. 신규수주는 2009년을 저점으로 2010년 25억달러, 2011년 29억달러의 증가가 예상된다.

### 대형 디젤엔진 세계시장점유율 35%로 1위 유지

대형(저속) 디젤엔진의 글로벌 시장점유율은 35%로 1위를 기록하며 동사의 엔진기계부문은 세계 최고의 기술력과 경쟁력을 확보하고 있다. 제품은 선박용 대형(저속), 중형(중속), 육상용 발전, 펌프 등이 있으며 매출비중은 대형 65%, 중형 15%, 육상용 발전 15%이다. 지역별로는 세계의 선박 건조를 주도하고 있는 국내와 중국에 집중되어 있다. 조선시황의 악화와 장기적인 수익안정성을 확보하고자 육상용 발전엔진이 점차 증가하는 추세에 있다.

### 중국업체의 수주증가는 기회요인

수주부진에 따른 선박 건조척수의 감소와 원화강세에 따라 외형 및 수익성 둔화가 예상된다. 그러나 감소폭은 매우 제한적이며 상황변화에 따라 증가할 가능성도 배제할 수 없다. 국내업체의 부진이 지속되더라도 중국업체의 수주증가는 지속되고 있으며 육상용 발전엔진도 증가추세에 있기 때문이다. 2010년 예상매출액은 전년대비 6.7% 감소한 2조 5,429억원으로 소폭 감소하나 환율효과를 배제한 생산량은 1%감소에 그칠 것으로 예상된다. 영업이익은 환율하락 여파로 15.8% 감소한 6,634억원이 예상된다.

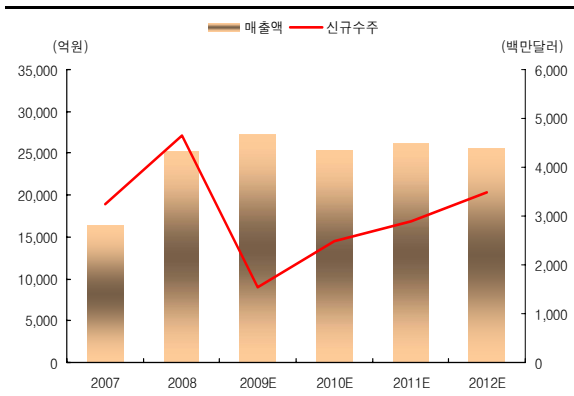
### 매출추정의 주요 가정

(단위: 백만달러, 원/달러)

	2009E	2010E	2011E	2012E
수주잔고	4,200	3,397	2,795	2,443
신규수주	1,550	2,500	2,900	3,500
예상평균환율	1,277	1,105	1,070	1,050
매출적용환율	-	1,155	1,120	1,080
실제매출(백만달러)	3,329	3,303	3,502	3,852

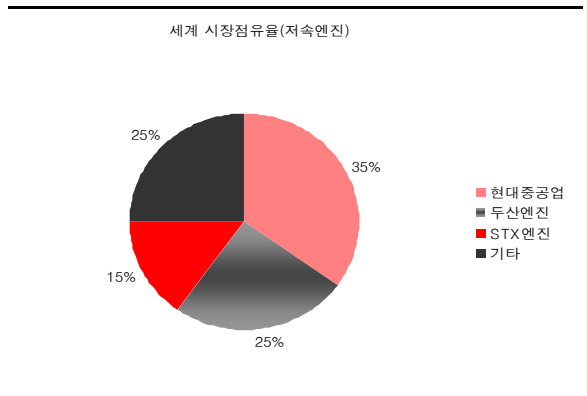
자료: SK 증권 추정

### 엔진기계 매출액과 신규수주 추이



자료: 현대중공업 SK 증권 추정

### 저속엔진 세계 시장 점유율



자료: 각사, 2009년 상반기 기준

## 해양플랜트: 기지개를 펴다

### 화공플랜트의 해양사업부 이관으로 외형확대 예상

해양플랜트부문의 선박건조 물량감소에도 불구하고 매출액은 증가할 것으로 예상된다. 주된 이유는 플랜트사업부의 화공플랜트가 내년부터 해양사업부로 이관되었기 때문이다. 또한 주춤했던 해양플랜트 발주가 2010년부터 재개됨에 따라 수주전망도 나쁘지 않을 것으로 전망된다. 2010년 매출액은 전년대비 11.3% 증가한 3조 4,939 억원이 예상된다.

### 부진했던 해양플랜트 발주 2010년 회복 전망

경기 침체영향으로 일시적으로 부진했던 해양플랜트 발주가 2010년에는 회복될 것으로 예상된다. 연간 예상 투자규모는 80~90 억달러이다. 우선 브라질 페트로브라스의 발주가 2010년 상반기에 본격화될 것으로 보인다. 총 사업규모는 420~450 억달러로 추산되고 있으며 3 단계로 나뉘서 진행된다. 조만간 28 척의 드릴쉽 프로젝트 입찰내용이 발표 예정이다. 현대중공업, 삼성중공업 등 해양플랜트에 강점을 지닌 국내업체의 발주가 예상된다. 이외에도 엑슨모빌의 해양프로젝트 등 신규발주가 연중 내내 활기를 띠 것으로 보인다.

### 외형증가와 원자재가격 하락으로 추가적인 수익개선 가능

2010년 매출구성은 해양플랜트 1조 9,061 억원, 선박건조 1,0852 억원, 화공플랜트가 9 천억원이다. 신규수주 예상규모는 29 억불이며 화공플랜트의 수주실적에 따라 신규수주는 크게 신장될 여지가 있다. 수익성도 추가 개선이 가능하다. 영업이익은 6,283 억원으로 전년대비 26% 증가가 예상된다. 외형증가와 원자재가격 하락이 수익개선을 견인하기 때문이다.

해양사업부 부문별 매출추이

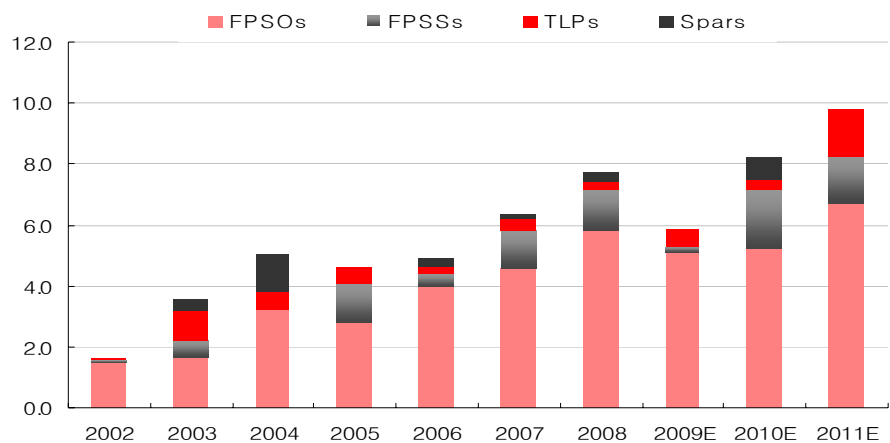
(단위: 억원)

	2009E	2010E	2011E	2012E
선박건조	14,000	10,852	10,718	10,728
해양플랜트	20,939	19,061	18,910	21,372
화공플랜트	-	9,000	9,700	10,200
합계	34,939	38,913	39,328	42,300

자료: SK 증권

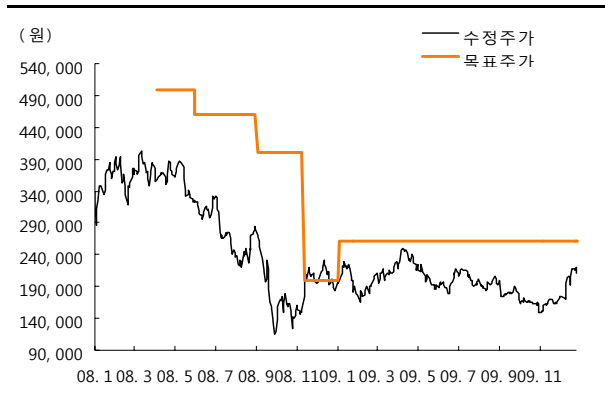
세계 부유식 원유생산설비 투자 전망

(단위: 십억달러)



자료: The World Deepwater Market Forecast

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2009.01.30	매수	262,000
	2008.12.08	매수	200,000
	2008.09.29	매수	400,000
	2008.06.27	매수	460,000
	2008.04.30	매수	500,000



**Compliance Notice**

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 보고서는 2010 년 1 월 25 일 20 시 21 분 당사 홈페이지에 게재되었습니다.
- 당사는 본 보고서의 발간시점에 해당종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

대차대조표

12월 결산(억원)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>유동자산</b>	62,115	84,995	126,176	112,978	116,748	129,191
당좌자산	50,827	73,803	103,543	90,868	93,928	104,329
현금성자산	8,199	9,538	6,675	4,786	7,741	12,258
매출채권	24,452	27,407	44,989	52,244	53,923	58,748
재고자산	11,288	11,192	22,633	22,110	22,820	24,863
<b>비유동자산</b>	67,847	83,246	126,628	127,354	133,686	140,709
투자자산	19,350	29,718	32,244	41,280	43,266	45,220
유형자산	44,551	49,688	61,900	69,239	73,328	78,117
무형자산	2,215	2,360	2,623	2,881	3,138	3,418
<b>자산총계</b>	129,962	168,241	252,804	240,332	250,434	269,900
<b>유동부채</b>	81,535	108,876	164,739	134,678	124,307	122,764
매입채무	11,798	14,952	23,373	17,647	18,214	19,844
단기차입금	0	0	0	5,031	6,070	5,370
유동성장기부채	3	1,873	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	5,219	4,449	32,113	21,655	21,655	21,655
사채	1,852	0	0	2,990	2,990	2,990
장기차입금	13	16	33	34	34	34
부채성충당금	0	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	86,753	113,326	196,852	156,333	145,962	144,419
자본금	3,800	3,800	3,800	3,800	3,800	3,800
자본잉여금	27,714	27,714	28,186	28,859	28,859	28,859
자본조정	-3,518	-6,967	-17,620	-16,978	-16,978	-16,978
자기주식	-3,518	-6,967	-15,294	-14,640	-14,640	-14,640
기타포괄손익누계액	2,290	1,698	-4,985	4,171	4,171	4,171
이익잉여금	12,922	28,671	46,571	64,147	84,620	105,629
<b>자본총계</b>	43,208	54,915	55,952	83,999	104,472	125,481
<b>부채외자본총계</b>	129,962	168,241	252,804	240,332	250,434	269,900

현금흐름표

12월 결산(억원)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>영업활동현금흐름</b>	16,391	41,160	23,827	-11,965	13,983	17,893
당기순이익(손실)	7,128	17,361	22,567	20,572	23,505	24,040
비현금성항목등	2,296	-814	13,611	19,349	2,667	2,514
유형자산감가상각비	3,479	3,517	3,473	4,227	4,680	4,636
무형자산상각	309	402	435	463	476	490
대손상각비	397	129	356	121	0	0
기타	-1,888	-4,862	9,347	14,539	-2,490	-2,612
운전자본감소(증가)	6,966	24,613	-12,350	-51,886	-12,188	-8,661
매출채권감소(증가)	-1,645	-2,563	-17,240	-7,555	-1,678	-4,826
재고자산감소(증가)	195	96	-11,441	214	-710	-2,042
매입채무증가(감소)	723	3,126	8,546	-5,621	567	1,630
기타	7,693	23,955	7,784	-38,924	-10,366	-3,423
<b>투자활동현금흐름</b>	-11,679	-34,760	-11,837	5,169	-8,792	-9,331
투자자산감소(증가)	-3,388	-3,635	-2,713	-314	-501	-403
유형자산감소(증가)	-5,235	-8,919	-17,080	-10,893	-8,769	-9,425
무형자산감소(증가)	-613	-548	-697	-721	-734	-770
기타	-2,450	-21,660	8,653	17,097	1,211	1,267
<b>재무활동현금흐름</b>	-958	-5,062	-14,853	4,907	-2,236	-4,044
단기부채증가(감소)	-4	0	-1,876	5,031	1,039	-700
장기부채증가(감소)	14	3	17	2,989	0	0
자본의증가(감소)	-967	-5,061	-12,993	-2,997	-3,031	-3,031
배당금의 지급	-967	-1,612	-4,666	-2,997	-3,031	-3,031
기타	0	-3	0	-117	-244	-313
<b>현금의 증가(감소)</b>	3,754	1,338	-2,863	-1,889	2,955	4,517
기초현금	4,445	8,199	9,538	6,675	4,786	7,741
기말현금	8,199	9,538	6,675	4,786	7,741	12,258
FCF	8,520	34,688	8,575	-27,904	4,091	7,311

자료 : 현대중공업 SK 증권 추정

손익계산서

12월 결산(억원)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
매출액	125,547	155,330	199,571	211,649	214,535	227,215
매출원가	109,734	129,761	168,120	179,855	179,718	191,658
매출총이익	15,813	25,569	31,451	31,794	34,817	35,557
매출총이익률 (%)	12.6	16.5	15.8	15.0	16.2	15.6
판매비외관리비	7,024	8,062	9,389	8,983	9,023	9,218
인건비	3,043	3,509	3,673	3,790	3,860	4,004
감가상각비	273	283	342	450	497	493
기타	3,709	4,270	5,375	4,743	4,666	4,721
영업이익	8,789	17,507	22,062	22,811	25,794	26,339
영업이익률 (%)	7.0	11.3	11.1	10.8	12.0	11.6
영업외수익	5,965	9,548	38,271	53,811	50,905	50,407
이자수익	899	1,997	2,799	1,457	654	857
외환관련이익	1,106	1,009	8,178	8,518	6,807	6,403
지분법이익	2,000	4,892	7,715	3,971	3,920	4,043
영업외비용	3,259	3,111	30,836	50,488	47,318	46,696
이자비용	107	114	65	343	778	745
외환관련손실	1,865	865	7,623	6,857	5,802	5,341
지분법손실	208	66	1,516	2,460	2,435	2,493
세전계속사업이익	11,495	23,944	29,496	26,134	29,381	30,050
세전계속사업이익률 (%)	9.2	15.4	14.8	12.3	13.7	13.2
계속사업법인세	4,367	6,583	6,930	5,562	5,876	6,010
계속사업이익	7,128	17,361	22,567	20,572	23,505	24,040
중단사업이익	0	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0	0
당기순이익	7,128	17,361	22,567	20,572	23,505	24,040
순이익률 (%)	5.7	11.2	11.3	9.7	11.0	10.6
EBITDA	12,576	21,426	25,970	27,500	30,951	31,465

주요투자지표

12월 결산	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
성장성 (%)						
매출액	21.3	23.7	28.5	6.1	1.4	5.9
영업이익	867.4	99.2	26.0	3.4	13.1	2.1
세전계속사업이익	346.0	108.3	23.2	-11.4	12.4	2.3
EBITDA	174.4	70.4	21.2	5.9	12.5	1.7
EPS(계속사업)	288.9	143.5	30.0	-8.8	14.3	2.3
수익성 (%)						
ROE	17.6	35.4	40.7	29.4	24.9	20.9
ROA	5.8	11.6	10.7	8.3	9.6	9.2
EBITDA마진	10.0	13.8	13.0	13.0	14.4	13.8
안정성 (%)						
유동비율	76.2	78.1	76.6	83.9	93.9	105.2
부채비율	200.8	206.4	351.8	186.1	139.7	115.1
순차입금/자기자본	-25.4	-62.5	-43.9	2.8	0.4	-3.9
EBITDA/이자비용(배)	117.3	187.9	401.3	80.3	39.8	42.2
주당지표 (원)						
EPS(계속사업)	9,380	22,843	29,693	27,069	30,927	31,631
BPS	53,938	69,151	70,170	106,734	133,335	160,610
CFPS	14,363	28,000	34,835	33,239	37,712	38,376
주당 현금배당금	2,500	7,500	5,000	5,000	5,000	5,000
Valuation지표 (배)						
PER 최고	15.4	23.1	14.8	6.4	6.9	6.7
최저	7.1	5.4	3.9			
PBR 최고	2.7	7.6	6.2	1.6	1.6	1.3
최저	1.2	1.8	1.6			
PCR	8.8	15.8	5.7	5.2	5.6	5.5
EV/EBITDA 최고	7.8	17.1	11.9	4.9	5.2	5.0
최저	3.2	2.8	2.4			

자료 : 현대중공업 SK 증권 추정

## SK 증권 리서치센터 Analyst 현황

	리서치센터장	오상훈	8873	shoh@sk.com
<b>기업분석1팀</b>	총괄 제약/화장품	하태기	8872	tgha@sk.com
	자동차	김용수	8901	kysoo@sk.com
	유통/제지/교육	김기영	8893	youngkim@sk.com
	철강/비철금속	이원재	8923	wjlee@sk.com
	기계/조선	이지훈	8880	sa75you@sk.com
	증권	김용현	8920	kyh@sk.com
	건설/건자재	박형렬	9044	pshr@sk.com
	금융/스몰캡	배정현	8813	jungking@sk.com
	스몰캡	이선화	8827	shlee@sk.com
	스몰캡	나재영	8716	jyna@sk.com
<b>기업분석2팀</b>	총괄 통신서비스	이동섭	8831	telecom@sk.com
	음식료/섬유	이정기	8814	ok@sk.com
	정유/석유화학	백영찬	8825	ycbaek@sk.com
	미디어/엔터테인먼트/레저	이희정	8891	heujung@sk.com
	디스플레이/전기전자	남대종	9045	djnam@sk.com
	반도체	황유식	8885	yshwang@sk.com
	인터넷/SW	최관순	8812	kschoi@sk.com
	IT	양태호	8931	taehoyang@sk.com
	IT	조진호	8908	jhocho@sk.com
	Portfolio	박정욱	8886	jackpark@sk.com
<b>투자전략팀</b>	총괄 투자전략	김학균	8809	hkim@sk.com
	채권전략	양진모	8917	jmyang@sk.com
	채권(Credit)	이수정	8911	lsj0816@sk.com
	채권(Credit)	이하정	8887	hajeong@sk.com
	채권(Rates)	염상훈	8882	yum@sk.com
	국내외 경제/외환	송재혁	8921	jhsong@sk.com
	주식전략	최성락	8884	slchoi@sk.com
	주식전략	감민상	8662	mskam@sk.com
	Quant	김도균	9003	dokyun.kim@sk.com
	<b>투자정보팀</b>	총괄 투자정보	김준기	8905
주식시장/포트폴리오		원종혁	8874	ildo0725@sk.com
주식시장/포트폴리오		복진만	8897	sk20280@sk.com
주식시장/Market		김영준	8904	sello-ccm@sk.com
펀드		안정균	8910	jkahn@sk.com
투자정보(시장대리인실)		김승복	8591	seung11@sk.com

### Compliance Notice

- 본 보고서는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.
- 본 보고서의 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의없이 어떠한 경우, 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 본 보고서는 당사 고객에 한해 배포된 것으로 입수가능한 모든 정보와 자료를 토대로 최선을 다하여 작성하였습니다. 그러나 실적치와는 오차가 발생할 수 있으니 최종 투자결정은 투자자 여러분들이 판단하여 주시기 바랍니다. 본 보고서는 투자판단의 참고자료이며, 투자판단의 최종책임은 본 자료를 열람하시는 이용자에게 있습니다. 어떠한 경우에도 본 보고서는 고객의 투자결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

- 리서치센터: 3773-8873
- 기업금융본부: 3773-8276
- 종합금융팀: 3773-8448
- 법인금융팀: 3773-8383
- Project금융1팀: 3773-8732
- Project금융2팀: 3773-8737
- 법인영업1팀: 3773-8550
- 법인영업2팀: 3773-8951
- 채권영업팀: 3773-8517
- 채권금융팀: 3773-9102
- 고객행복센터: 1588-8245

## 서울

영업부 영등포구 여의도동 23-10 SK증권B/D 2층	3773-8245	신촌지점 서대문구 창전동 72-21 거촌B/D 4층	323-8245
명동지점 중구 명동1가 59-1 증권B/D 2층	774-8245	역삼역지점 강남구 역삼동 646-18 고운B/D 3층	567-8245
대치역지점 강남구 대치동 507 원플러스상가B/D 3층	562-8245	신반포지점 서초구 잠원동 16-1 잠원B/D 1층	3476-8245
압구정지점 강남구 신사동 612-1 압구정 증권B/D 4층	515-8245	송파지점 송파구 가락동 99-5 효원 B/D 4층	449-8245
종로지점 종로구 수송동 68-1호수B/D 3F	745-8245	방배역지점 / 방배자산관리지점 서초구 방배3동 981-15 양지B/D 1층	521-8245
서초지점 서초구 서초동 1714-21 3층	596-8245	논현지점 강남구 신사동 588-21 강남B/D 1층	553-8245
테헤란로지점 강남구 대치동 944-11 삼흥 제2B/D 34층	569-8245	강남대로지점 강남구 역삼동 832번지 SM빌딩 2층	3663-8245
여의도자산관리지점 영등포구 여의도동 23-10 SK증권B/D B1층	3773-8677	청담지점 강남구 청담동 47-2 명보빌딩 3층	3448-8245
서린지점 종로구 서린동 99 서린빌딩 지하1층	725-8245		

## 지방

수원지점 수원시 영통구 영통동 996-3 대우 월드마크 2층	(031)206-8245	해운대지점 부산시 해운대구 우동 1505 벅스코센텀호텔 3층	(051)720-8245
안산지점 안산시 본오동 877-8 보노피아B/D 2층	(031)416-8245	울산지점 울산시 남구 달동 1365-13 종범B/D 2층	(052)258-8245
성남지점 성남시 수정구 태평2동 3440 대한생명B/D 4층	(031)721-8245	서울산지점 울산시 남구 무거동 465-1 신정빌딩 3층	(052)222-8245
분당지점 성남시 분당구 서현동 246-3 한국학원B/D 2층	(031)708-8245	대구지점 대구시 중구 덕산동 110 삼성생명B/D 2층	(053)254-8245
정자역지점 성남시 분당구 정자동 174-1 분당 더샵 스타파크 1층	(031)749-8245	대구서지점 대구시 달서구 본동 225-1 송림백화점 3층	(053)651-8245
이천지점 이천시 이천읍 창전동 165 화창B/D 5층	(031)634-8245	성서지점 대구시 달서구 이곡동 1244-4 해일B/D 3층	(053)586-8245
남양주지점 남양주시 호평동 638-1번지 늘봄타워B/D 3층	(031)594-8245	영천지점 영천시 완산동 1056-3 청우B/D 5층	(054)336-8245
의정부지점 의정부시 금오동 474-2 대송B/D 3층	(031)861-8245	왜관지점 경북 칠곡군 왜관읍 왜관리 212-25 2층	(054)975-8245
경기광주지점 광주시 경안동 15-2 광주프라자 2층	(031)797-8245	진주지점 진주시 상대동 299-4 명신예식장B/D 3층	(055)759-8245
파주지점 파주시 금촌동 986-1 청원센트럴타워 3층	(031)945-8245	포항지점 포항시 북구 남빈동 415-17 대흥B/D 2층	(054)249-8245
중동지점 부천시 원미구 상동 449 한국산업은행B/D 3층	(032)325-8245	마산지점 마산시 회원구 석전2동 245-12 건설공제조합B/D 4층	(055)298-8245
서인천지점 인천시 서구 심곡동 248 우민B/D 4층	(032)568-8245	창원지점 창원시 상남동 73-3 서울메디컬센터 1층	(055)262-8245
구월동지점 인천시 남동구 구월2동 1241-4 아세아프라자 3층	(032)464-8245	삼천포지점 사천시 동금동 141-7 경남은행B/D 3층	(055)834-8245
홍성지점 충남 홍성군 홍성읍 오관리 311-1 선일B/D 5층	(041)634-8245	서진주지점 진주시 신안동 582-1 신안B/D 5층	(055)744-8245
공주지점 공주시 반죽동 1-2 금성B/D 3층	(041)858-8245	광주지점 광주시 동구 금남로3가 9-2 제일은행B/D 4층	(062)222-8245
대전지점 대전시 서구 둔산동 1275 아이B/D 12층	(042)472-8245	상무지점 광주시 서구 치평동 1176-1 동양B/D 4층	(062)374-8245
청주지점 청주시 흥덕구 가경동 1449 청주여객터미널B/D 3층	(043)268-8245	남원지점 남원시 하정동 107-2 유남B/D 3층	(063)633-8245
금양지점 충북 음성군 금왕읍 무곡리 247-7 삼왕새마을금고 2층	(043)878-8245	전주지점 전주시 완산구 효자동 1가 548-2 영광B/D 2층	(063)287-8245
부산지점 부산시 동구 범일동 830-136 SK네트웍스B/D 2층	(051)633-8245	고창지점 전북 고창군 읍내리 638-1 전북은행B/D 2층	(063)562-8245
구서지점 부산시 금정구 구서동 184-3 금정타워 3층	(051)581-8245	순천지점 순천시 연향동 1326-1 LG빌딩 4층	(061)746-8245
연제지점 부산시 연제구 연산동 702-1 프라임시티 2층	(051)851-8245		

본 보고서의 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의없이 어떠한 경우, 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.  
 본 보고서는 당사 고객에 한해 배포된 것으로 입수가능한 모든 정보와 자료를 토대로 최선을 다하여 작성하였습니다. 그러나 실적치와는 오차가 발생할 수 있으니 최종 투자결정은 투자자 여러분들이 판단하여 주시기 바랍니다. 본 보고서는 투자판단의 참고자료이며, 투자판단의 최종책임은 본 자료를 열람하시는 이용자에게 있습니다. 어떠한 경우에도 본 보고서는 고객의 투자결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자판단 4단계 (6개월 기준) 25% 이상 → 적극매수 / 10~25% → 매수 / -10% ~ +10% → 중립 / -10% 이하 → 매도