

2017.08.07

In-depth Report

건설기계

뜨거운 건설기계 시장, 좀 더 뜨거운 밥캣

■ 상반기 리뷰: 중국의 폭발적 판매 신장, 이머징 회복 초입...

상반기 건설장비 시장은 뜨거웠다. 중국 시장은 전년대비 YTD 110% 성장했고, 현대의 2분기 신형 시장 판매는 전년동기대비 +47%, 두산의 APEM 판매는 +18% 늘었다.

■ 계속 좋을 것인가? ER + 지속과 글로벌 메이커들의 주가 랠리가 반증

글로벌 건설기계 시장 회복이 계속 될까? 경기 회복 사이클을 판단해야하는 어려운 숙제다. 건설장비 시장은 월 판매 데이터도 구하기 어려워 현재 업황이 어디쯤에 놓여있는지도 알기 어렵다. 그래서, 당사는 글로벌 탑 메이커들의 ER(Earnings Revision)을 통해 지켜보고자 한다. CAT, Komatsu, Deere 등 10여개 글로벌 건설기계 업체들의 실적 예상치 상향/하향 여부는, 곧 전 지구의 건설장비 판매현황과 중장기 전망(기대치)을 담아내고 있기 때문이다.

글로벌 피어들의 ER은 2016년말부터 플러스(+) 전환해, 최근에는 100% 가까이 유지되며 실적 상향 조정이 계속되고 있다. 아직 건설기계에 대한 관심을 놓을 필요 없다.

■ #현대건설기계 계절성을 이길까?: 실적은 못 이겨도 주가는 강보합

BW 발행으로 찬물을 끼얹은 두산인프라코어(PER 9배)와 달리 현대건설기계는 온전 신중국 회복 사이클과 기대감을 타고 PER 16배까지 올랐다. 올해는 시장 턴어라운드 해여서, 하반기 YoY 회복 폭이 더 커져서 전통적 상~하반기 계절성이 없고 실적도 상반기만큼 좋을 것이라는 기대감이 고조 중이다. 그러나 현대건설기계와 두산인프라코어의 2005년부터 최근까지의 계절성을 다시 살펴볼 때, 판매량이 신장되던 해에도 55:45의 계절성에서 크게 벗어나지 않는다. 계절성은 여전할 것이다. 그러나, 2005년부터 최근까지 YoY 시장이 성장한 해 주가는 하반기에도 상승했다. 따라서, 하반기에도 상반기만큼은 아니더라도 완만한 주가 상승을 예상한다.

■ 하반기는 #두산밥캣이 주도주가 될 것: 달러 재고, 출하재고, 편안한 계절성

상반기 헤비가 좋았지만 하반기는 실적도, 그리고 주가도 복미/کم팩트가 좋을 것으로 예상된다. 두산밥캣은 작년 11월 상장 이후 3개 분기 연속 실적은 정체했다. 그러나 하반기가 기대되는데, 이는 1) 미국 주택관련 지표들이 모두 양호한 가운데, 달러 재고가 3개월 미만으로 크게 떨어져 재고구축 사이클이 기대되며, 2) 올해 초부터 복미 건설기계 산업의 출하-재고가 플러스 전환해 이에 6개월~9개월 후행해 시장 성장을 기대할 수 있기 때문이다. 2월 시장은 이미 성장했는데 동사 대응의 실패가 있었다고 인정했다. 하반기는 실적도 주가도 좋을 것이다.

Analyst 최광식

2122-9197 / gs.choie@hi-ib.com

Analyst 원민석

2122-9193 / ethan.won@hi-ib.com

Table of Contents

[산업분석]

4 2Q17 Review: 뜨거운 업황

7 Valuation & Top-pick

- ① 현대건설기계에 대한 고민, 불리한 계절성에, 비싸진 주가에..
- ② 현대건설기계 vs. 두산인프라코어: PER 15배
- ③ 최선호주는 두산밥캣: 하반기는 컴팩트/미국이 주인공

[기업분석]

18 두산밥캣(241560)_ 하반기는 밥캣의 진격!

28 두산인프라코어(042670)_ 악재 주가 반영은 끝

36 현대건설기계(267270)_ PER 15배 도달, 하반기 YoY +45%면 OK!

[산업분석]

2Q17 Review: 뜨거운 업황

Valuation & Top-pick

- ① 현대건설기계에 대한 고민, 불리한 계절성에, 비싸진 주가에..
- ② 현대건설기계 vs. 두산인프라코어: PER 15배
- ③ 최선호주는 두산밥캣: 하반기는 컴팩트/미국이 주인공

2Q17 Review: 뜨거운 업황

상반기 헤비 건설장비 메이커들은 호황기에 진입했다. 암울했던 2015년을 지나 2016년의 회복기를 지나, 2017년의 성장폭은 강력하다. 두산인프라코어는 중국 회복을 온전히 누렸고, 4월1일 분할된 현대건설기계도 동남아/이머징의 회복세를 실적으로 증명해주었다.

2분기에 전년동기대비 중국 시장은 2배 이상 판매가 늘었고, 신흥시장도 20% 이상 성장했다. 중국 시장에 후행하는 신흥시장은 마치 2016년의 중국 같아보여 앞으로를 더 기대하게끔 한다. 그래서 현대건설기계 주가는 놀라웠다.

<표1> 건설기계 메이커 3사의 VALUATION TABLE: 두산밥캣 최선호주

회사	계정	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17①	y-y %	q-q %	◎컨센서스 07월27일	당사②	(십억원)
											차이 (①/◎)
두산인프라코어	매출액	1,618	1,302	1,376	1,562	1,773	10%	14%	1,751	1,859	1.3%
	영업이익	173	106	100	148	215	24%	45%	178	191	20.4%
	지배주주순이익	200	43	-227	52	60	-70%	17%	63	74	-3.5%
	영업이익률	10.7%	8.1%	7.3%	9.5%	12.1%	1.4%p	2.6%p	10.2%	10.3%	1.9%p
두산밥캣	매출액	1,175	879	921	930	1,075	-9%	16%	1,101	1,096	-1.9%
	영업이익	150	109	70	93	136	-9%	46%	130	129	5.3%
	지배주주순이익	63	48	8	46	49	-22%	8%	69	69	-28.6%
	영업이익률	12.8%	12.4%	7.6%	10.0%	12.6%	-0.1%p	2.6%p	11.8%	11.8%	0.9%p
현대건설기계	매출액	536	480	436	644	683	28%	6%	626	707	-3%
	영업이익	32	20	10	43	36	10%	-16%	50	56	-36%
	지배주주순이익	33	9	18	25	27	-18%	6%	35	38	-29%
	영업이익률	6.0%	4.1%	2.2%	6.6%	5.2%	-0.8%p	-1.4%p	8.0%	7.9%	-2.7%p
	순이익률	6.1%	1.8%	4.2%	3.9%	3.9%	-2.2%p	0.0%p	5.6%	5.3%	-1.4%p

지역별 성장률	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17①		
두산인프라코어 ㄹ	NAO	12%	-11%	-7%	-5%	-8%	
	EMEA	15%	10%	11%	-3%	3%	
	CHINA	1%	12%	77%	62%	123%	중국 2배~3배
	APEM	-1%	12%	17%	35%	18%	신흥시장 18%~47%
	OTHERS	-66%	-67%	-55%	-6%	17%	↳ 내수 36%
현대건설기계 ㄹ	러시아 / CIS					342%	북미 -8% ~ 35% ??
	중남미					17%	
	인도 (생산)					48%	
	중국 (생산)					246%	
	기타 지역					-10%	
	신흥시장					47%	
	내수 시장					36%	
	북미 (판매)					35%	
	유럽 (판매)					3%	
	CNHI					NEW	
대양주					9%		
선진시장					36%		

자료: 하이투자증권 리서치

이러한 건설기계 시장의 호황이 계속될지에 대해, 여러 경기선행지수와 인프라 관련 매크로 데이터도 함께 보지만, 이번 산업자료부터 시작해 앞으로 글로벌 피어 그룹들의 ER(Earnings Revision)을 통해 지켜보고자 한다. ER을 통해 모든 글로벌 건설장비 업체들의 업황의 방향성을 체크할 수 있을 테다.

아래 <그림1>과 같이 글로벌 건설장비 업체들의 ER, 즉 실적 예상치는 작년 가을부터 지금까지 거의 1년동안 계속 상향 조정 중이다. 지금 목도하고 있는 건설기계 업황 호조가 짧은 업 사이클이 아니라, 당분간 계속 될 것이라는 것 느낌적 느낌이 든다. 글로벌 피어 그룹들의 주가도 각각 ER과 함께 계속 오르고 있다.

한국은 현대건설기계가 글로벌 피어들처럼 주가가 강세였고, 두산인프라코어는 중간에 BW 발행에 따라 경쟁사들이 좋았던 시기 언더퍼폼했고, 두산밥캣은 IPO 이후 실적 정체로 주가는 제자리이다.

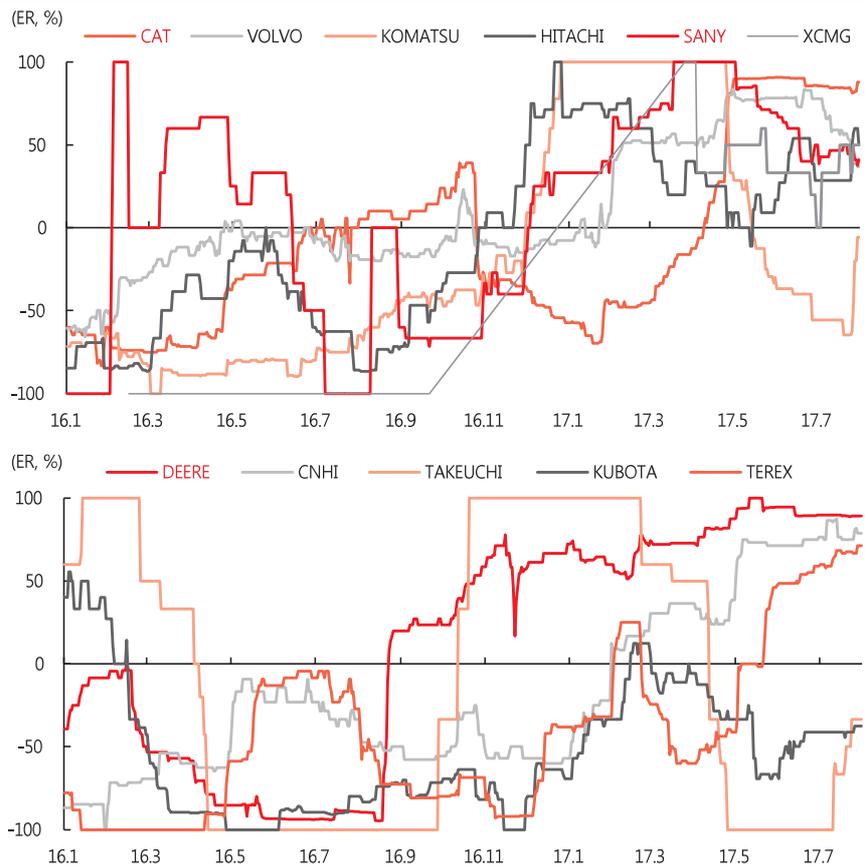
이제 건설기계 호황기 어떤 종목을 고를 것인가에 대해서, 두산밥캣을 최선호주로 제시한다

<그림1> 건설장비 메이커의 ER상당히양호: 대형/소형/컴팩트

일본회사들 몇몇을 제외하고는

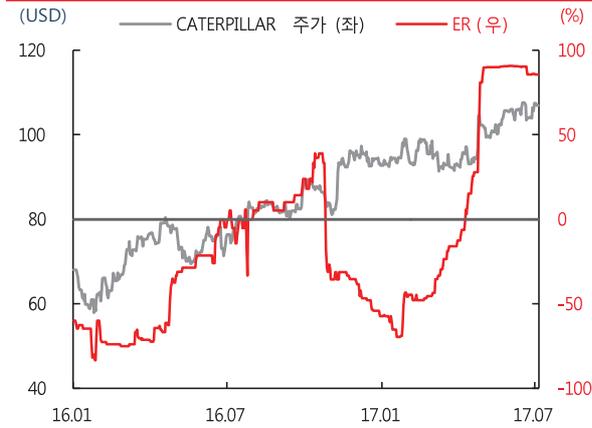
글로벌 건설장비 메이커들의 ER은 2016년말부터 플러스 전환해 강한 실적 예상치 상향 추이를 보이고 있음

당분간 이 뜨거운 건설장비 업황 회복이 지속될 것으로 판단



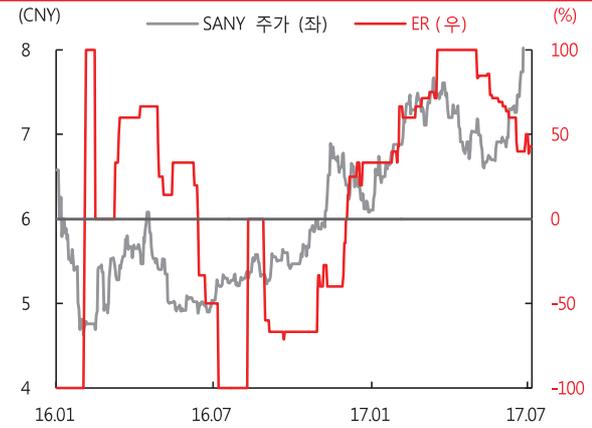
자료: 하이투자증권 리서치

<그림2> 대형 CAT의 ER과 주가



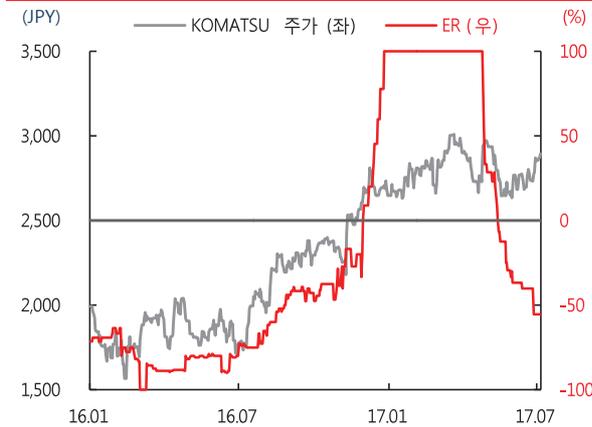
자료: 하이투자증권

<그림3> 대형/중국인 SANY의 ER과 주가



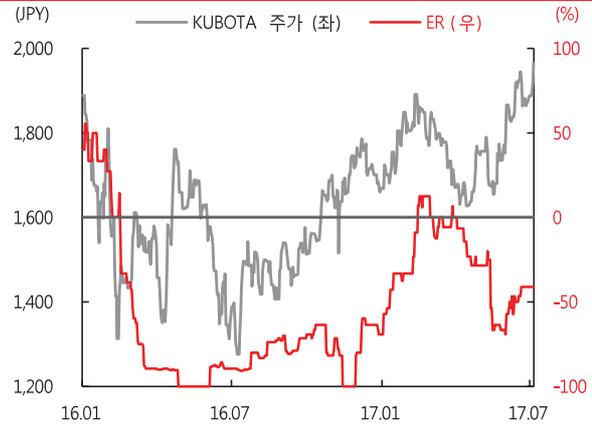
자료: 하이투자증권

<그림4> 대형 KOMATSU의 ER과 주가



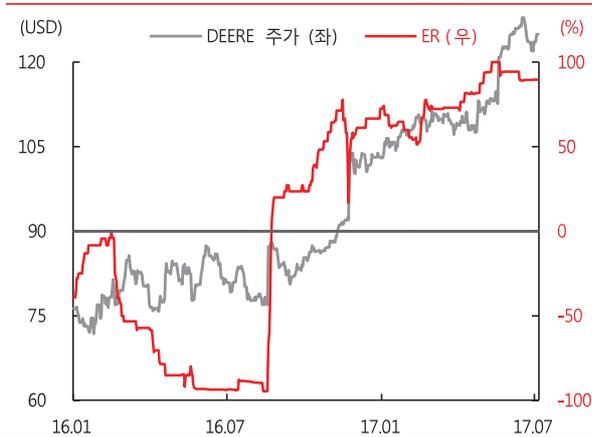
자료: 하이투자증권

<그림5> 엔진/소형 KUBOTA의 ER과 주가



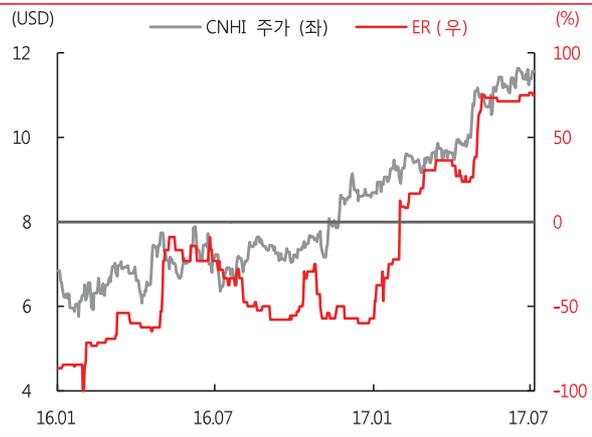
자료: 하이투자증권

<그림6> 소형/컴팩트 Deere의 ER과 주가



자료: 하이투자증권

<그림7> 컴팩트 CNHI의 ER과 주가



자료: 하이투자증권

Valuation & Top-pick

글로벌 Peer Group들의 주가 상승 랠리는 가파르다. 글로벌 탑티어 메이커들의 주가는 PER 25배 이상을 인정받고 있다.

그만큼의 뜨거움은 아니지만 한국 굴삭기 완제품 업체들 주가도 좋다. 건설장비 3사간의 온도차이는 다소 있지만, 현대건설기계가 PER 16배, 두산인프라코어(연결)이 PER 9배, 두산밥켓이 16배를 인정받고 있다.

<표2> 건설기계 메이커 3사의 VALUATION TABLE: 두산밥켓 최선호주

회사명	(십억원)	(십억원, 원, %)		
		현대 건설기계	두산 인프라코어	두산 밥켓
Top-Picks				최선호주
2017 목표주가	450,000	10,000	47,000	
증가(2017.08.04)	430,000	8,590	36,750	
상승여력	5%	16%	28%	
매출액 (십억원)	2014	2,867	7,689	3,739
	2015	2,225	5,965	4,041
	2016	2,015	5,730	3,950
	2017E	2,449	6,581	4,036
	2018E	2,476	7,242	4,180
영업이익	2014	-33	453	320
	2015	-116	-95	386
	2016	101	491	414
	2017E	146	644	459
	2018E	175	688	481
영업이익률	2014	-1.2%	5.9%	8.6%
	2015	-5.2%	-1.6%	9.5%
	2016	5.0%	8.6%	10.5%
	2017E	6.0%	9.8%	11.4%
	2018E	7.1%	9.5%	11.5%
지배주주순이익	2014	0	42	52
	2015	0	-819	137
	2016	97	63	169
	2017E	96	195	225
	2018E	114	273	276
지배순이익률	2014	0.0%	0.5%	1.4%
	2015	0.0%	-13.7%	3.4%
	2016	4.8%	1.1%	4.3%
	2017E	3.9%	3.0%	5.6%
	2018E	4.6%	3.8%	6.6%
Target PBR 17		2.0	1.4	1.3
Target PE		17	11	21
시가총액(조원)		1.5	1.8	3.7
타겟 시총(조원)		1.6	2.1	4.7
EPS	2014		202	
	2015		-3,948	
	2016	27,036	305	1,779
	2017E	26,656	941	2,249
	2018E	31,767	1,315	2,757
PER	2014		62.8	
	2015		-2.3	
	2016		22.4	
	2017E	16.1	9.1	16.3
	2018E	13.5	6.5	13.3
BPS	2014	0	13,493	0
	2015	0	9,744	0
	2016	200,025	9,932	33,435
	2017E	226,681	7,282	34,982
	2018E	258,448	8,597	37,038
PBR	2014		0.9	
	2015		0.9	
	2016		0.7	
	2017E	2.1	0.9	1.1
	2018E	1.9	1.2	1.1
ROE	2014	0%	1%	2%
	2015	0%	-41%	5%
	2016	14%	3%	6%
	2017E	12%	13%	7%
	2018E	13%	15%	8%

자료: 하이투자증권 리서치

<표3> Global Peer Group의 시장 인정 Valuation: COE 5% 정도

회사	시가총액 (백만\$)	PER			EV/EBITDA			PBR			ROE		
		2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
건설장비													
한국													
두산인프라코어	1,493		9.6	8.0	9.09	7.50	7.05	0.9	0.8	0.7	-6.0	8.5	9.6
두산밥캣	3,168	16.5	15.1	13.1	8.91	8.20	7.77	1.1	1.0	1.0	5.8	6.9	7.6
현대건설기계	1,173												
중화													
SANY HEAVY INDUSTRY (I)	9,686	228.5	29.3	21.0	34.52	15.23	12.82	2.0	2.6	2.4	-0.2	8.8	11.3
XCMG CONSTRUCTION M	4,187	112.7	38.7	24.7	57.34	21.41	18.85	1.2	1.3	1.3	1.0	3.6	5.5
일본													
KOMATSU LTD	26,034	13.1	28.1	23.2	6.93	13.63	11.71	1.2	1.8	1.7	8.7	6.5	7.4
HITACHI CONSTRUCTION	6,151	43.2	98.1	28.4	8.25	15.57	11.13	1.0	1.7	1.6	0.3	1.9	5.8
TAKEUCHI MFG CO LTD	950	6.9	11.6	11.2	2.68	4.97	5.35	1.2	1.6	1.5	19.2	15.2	14.3
KUBOTA CORP	21,525	15.7	17.2	15.6	12.03	12.67	11.64	1.7	1.8	1.7	11.2	11.2	11.4
미국/유럽													
CATERPILLAR INC	67,223	28.9	22.8	18.1	16.39	10.38	8.87	4.1	4.3	4.0	13.4	18.2	21.2
DEERE & CO	41,233	18.3	20.5	18.0	6.48	13.87	11.70	4.3	5.0	4.6	23.1	27.6	23.6
TEREX CORP	3,776	33.7	39.6	21.9		16.46	12.07	2.2	2.8	2.6	6.0	7.7	13.2
CNH INDUSTRY	15,619	25.7	25.6	18.8	5.39	7.42	6.50	3.5	3.2	2.7	10.0	11.7	15.8
SANDVIK AB	19,781	20.6	18.0	16.3	10.44	10.41	9.83	3.6	3.6	3.2	19.6	21.3	21.2
UNITED RENTALS INC	10,122	17.6	12.3	11.1	6.15	6.00	5.63	5.4	4.4	3.3	33.7	39.9	29.1
대형 메이커들의 Valuation Ratio 평균			43.4	23.1					2.3	2.2		7.8	10.2
컴팩트 시장 라이벌들의 PER 평균			22.9	17.1					2.9	2.6		14.7	15.7

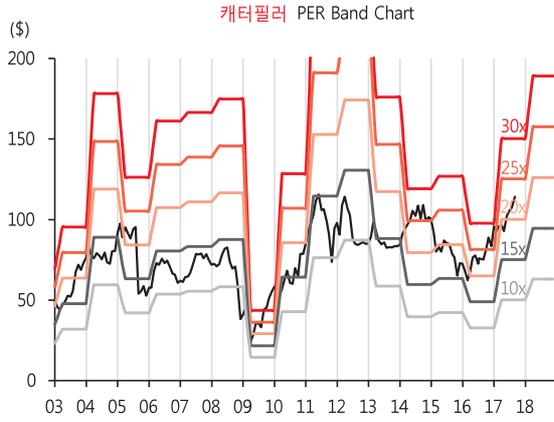
자료: 하이투자증권 리서치

<표4> 건설기계 메이커 3사의 실적 테이블

회사	항목	2016				2017				2015	2016	2017	2018	2019
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q					
(십억원)														
현대건설기계														
현대건설기계	매출액	562	536	480	436	644	683	594	527	2,225	2,015	2,449	2,476	2,579
Buy	영업이익	40	32	20	10	43	36	40	27	-116	101	146	175	184
TP 450,000원	지배지분순이익	37	33	9	18	25	27	27	17	0	97	96	114	134
	영업이익률	7.1%	6.0%	4.1%	2.2%	6.6%	5.2%	6.8%	5.2%	-5.2%	5.0%	6.0%	7.1%	7.2%
	지배지분순이익률	6.6%	6.1%	1.8%	4.2%	3.9%	3.9%	4.5%	3.2%	0.0%	4.8%	3.9%	4.6%	5.2%
두산인프라코어														
두산인프라코어	매출액	1,434	1,618	1,302	1,376	1,562	1,773	1,542	1,704	5,965	5,730	6,581	7,242	7,462
Buy	영업이익	111	173	106	100	148	215	145	136	-95	491	644	688	733
TP 10,000원	지배지분순이익	47	200	43	-227	52	60	42	41	-819	63	195	273	309
	영업이익률	7.8%	10.7%	8.1%	7.3%	9.5%	12.1%	9.4%	8.0%	-1.6%	8.6%	9.8%	9.5%	9.8%
	지배지분순이익률	3.3%	12.3%	3.3%	-16.5%	3.3%	3.4%	2.7%	2.4%	-13.7%	1.1%	3.0%	3.8%	4.1%
두산밥캣														
두산밥캣	매출액	975	1,175	879	921	930	1,075	990	1,040	4,041	3,950	4,036	4,180	4,270
Buy	영업이익	85	150	109	70	93	136	117	113	386	414	459	481	495
TP 47,000원	지배지분순이익	50	63	48	8	46	49	66	64	137	169	225	276	277
	영업이익률	8.7%	12.8%	12.4%	7.6%	10.0%	12.6%	11.8%	10.9%	9.5%	10.5%	11.4%	11.5%	11.6%
	지배지분순이익률	5.1%	5.4%	5.4%	0.8%	4.9%	4.6%	6.7%	6.2%	3.4%	4.3%	5.6%	6.6%	6.5%

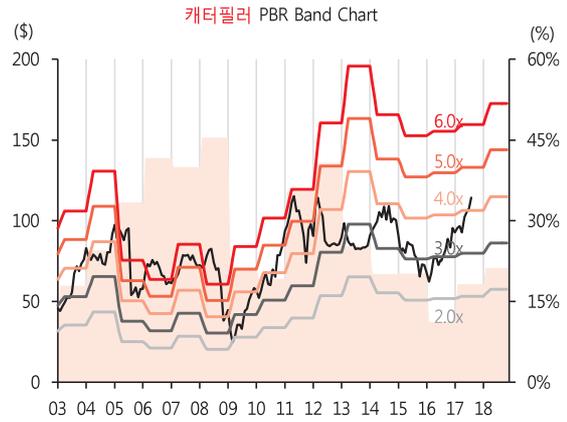
자료: 하이투자증권 리서치

<그림8> CAT PER 밴드: 2017 PER 25배



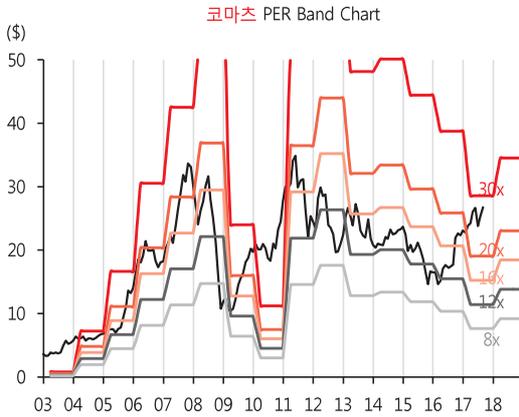
자료: 하이투자증권

<그림9> CAT PBR 밴드: 2017 ROE 15% PBR 4배!!!



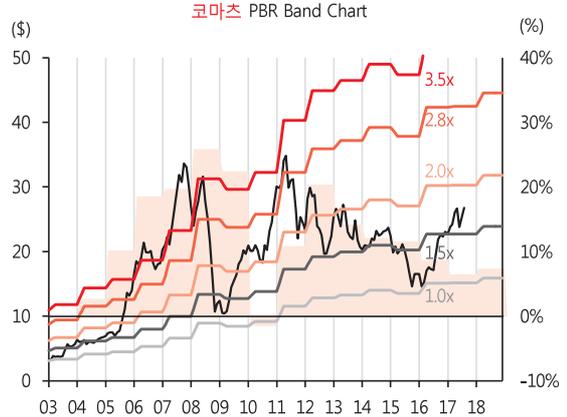
자료: 하이투자증권

<그림10> Komatsu PER 밴드: 2017 PER 20배~30배, 감익



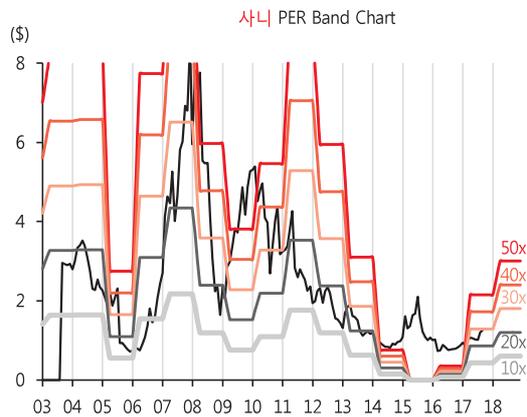
자료: 하이투자증권

<그림11> Komatsu PBR 밴드: 2017 ROE 7%, PBR 1.5배 이상



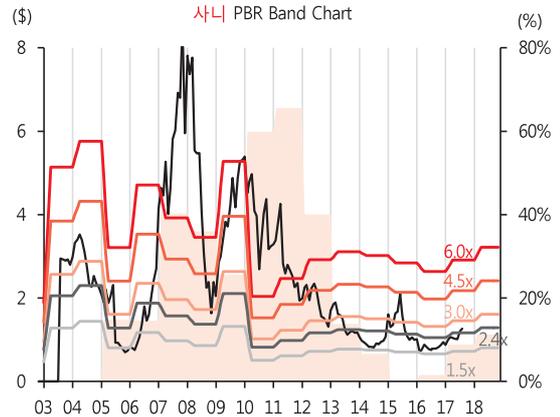
자료: 하이투자증권

<그림12> SANY PER 밴드...



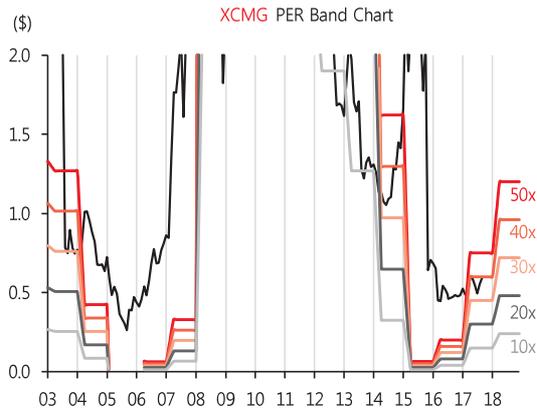
자료: 하이투자증권

<그림13> SANY PBR 밴드: PBR 2배~3배



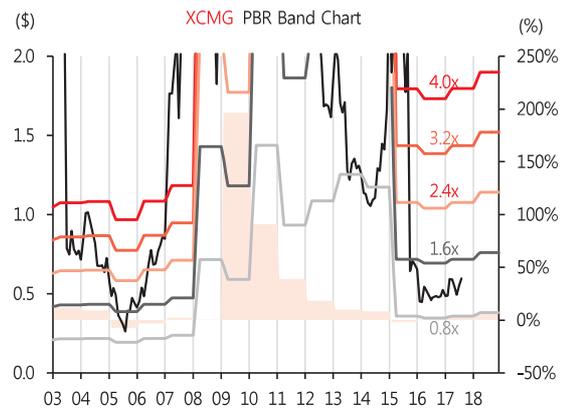
자료: 하이투자증권

<그림14> XCMG PER 밴드...



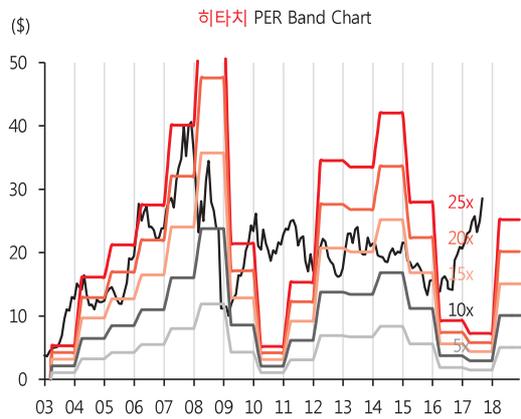
자료: 하이투자증권

<그림15> XCMG PBR 밴드: PBR 1배~2배



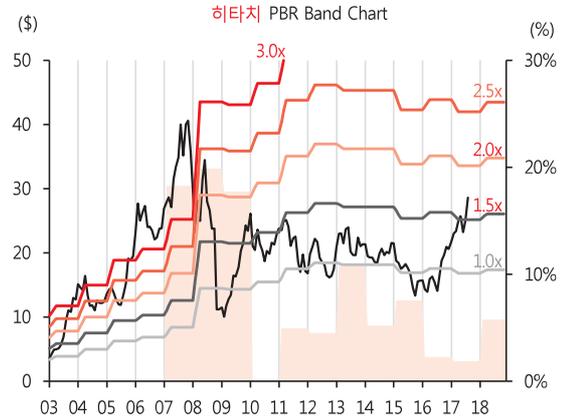
자료: 하이투자증권

<그림16> Hitachi PER 밴드



자료: 하이투자증권

<그림17> Hitachi PBR 밴드: ROE 5%에서, 1.5배 안팎 거래



자료: 하이투자증권

① 현대건설기계에 대한 고민, 불리한 계절성에, 비싸진 주가에..

현대건설기계에 대한 고민은, 하반기 계절성이다. 상반기 매출은 전년동기간대비 +21% 성장했고 시장 회복이 초입에 불과해 더 강해질 것이라는 시황 판단을 얘기하지만, 아무리 돌아서는 시장이라지만 상반기 55% vs. 하반기 45%의 비수기는 어찌할 수 없다는 결론이다.

아래 <표5>와 같이 두산인프라코어의 건기BG(헤비)와 현대건설기계의 2005년 이래 상반기vs하반기 계절성은 각각 58%:42%와 55%:45%였다. 중국 시장에서 좀 더 잘하고 있는 두산인프라코어가 상반기 쏠림의 계절성이 현대건설기계보다 더 강하지만 현대건설기계도 못지 않다.

현대건설기계에 대한 시장의 기대 중 하나는 강한 턴어라운드의 와중에 하반기의 YoY 판매 성장폭이 상반기보다 강해져 올해는 상고하저가 완만해질 것이라는 것이다. 그러나 아래 <표5>와 같이 시장이 성장하던 2007년~2010년과 시장판매가 역성장하던 2011~2015년의 계절성과 그 차이가 크지 않다.

현대건설기계의 상반기 하반기 매출이 같기 위해서는 상반기 21%였던 YoY 회복폭이 2배 이상 늘어 하반기 +45%여야 가능하다.

<표5> 두산인프라코어와 현대건설기계의 계절성

계절성(헤비)					
두산 건기BG(헤비)	1Q	2Q	3Q	4Q	그해 매출 YoY
05					
06	27%	28%	22%	24%	
07	21%	34%	23%	23%	61%
08	30%	30%	24%	16%	18%
09	26%	24%	22%	28%	6%
10	25%	32%	22%	22%	65%
11	37%	30%	18%	15%	-19%
12	32%	29%	23%	16%	-25%
13	25%	32%	22%	21%	-6%
14	28%	29%	21%	22%	-9%
15	33%	29%	20%	18%	-32%
16	27%	28%	23%	22%	0.1%

현대 계절성	1Q	2Q	3Q	4Q	그해 매출 YoY
05	24%	29%	25%	23%	
06	25%	28%	23%	24%	14%
07	21%	27%	25%	27%	26%
08	30%	29%	28%	12%	17%
09	19%	26%	28%	27%	-33%
10	25%	29%	22%	23%	182%
11	30%	30%	21%	19%	27%
12	31%	27%	23%	19%	-11%
13	29%	31%	21%	19%	-13%
14	30%	28%	23%	19%	-13%
15	30%	31%	21%	18%	-22%
16	24%	29%	26%	21%	-11%

① 평균	28.2%	29.4%	21.7%	20.6%	
	상반기: 57.6%		> 현대 건설기계		
② 성장기	25.4%	29.9%	22.6%	22.0%	
	성장기: 55.3%				
③ 역성장	31.0%	29.7%	20.9%	18.4%	
	역성장: 60.7%				
△ 급성장	23.0%	32.7%	22.3%	22.1%	
	성장기: 55.6%				

① 평균	26.6%	28.7%	23.7%	21.0%	
	상반기: 55.3%				
② 성장기	26.4%	28.6%	23.8%	21.2%	
	성장기: 55.0%				
③ 역성장기	27.2%	28.7%	23.5%	20.6%	
	역성장: 55.9%				

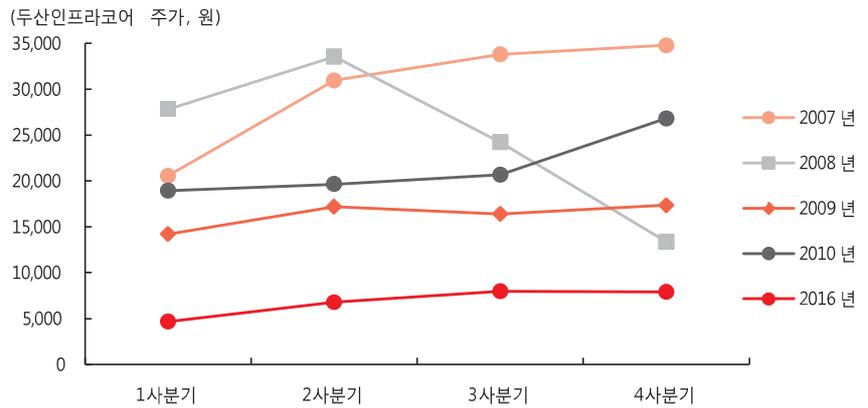
자료: 하이투자증권 리서치

다만, 하반기의 판매/매출이 상반기보다 작더라도 하반기에 주가는 오를 수 있다. 두산인프라코어의 경우 시장이 성장하던 2007년~2010년, 그리고 2016년의 5개 해 중, 2007년, 2010년, 2016년 하반기 비수기에도 주가가 올랐다. 2008년은 리만사태의 충격으로 하반기 모든 주식이 빠질 때였고, 2009년은 주가가 약보합이었을 뿐이다. 계절성에 집착할 필요는 없다. 현대건설기계도 두산인프라코어도 하반기 전년동기대비 성장폭이 주가를 결정할 것이다.

<그림18> 시장 및 매출이 성장하던 다섯 해의, 두산인프라코어의 분기별 평균 주가

2007년, 2010년, 2016년 계절성으로 하반기 매출/이익이 상반기보다 작았지만 주가는 상승

2008년은 리만사태 영향
2009년은 약보합



자료: 하이투자증권 리서치

② 현대건설기계 vs. 두산인프라코어: PER 15배

이번에 산업자료에서 커버리지를 개시하는 현대건설기계의 타겟 PER을 15배로 제시한다. 이유는 현대건설기계 기업분석 자료에 설명했다.

그런데 두산인프라코어는 PER 9배를 인정받고 있다. 두산인프라코어의 상대적 VALUATION이 더 싸고 당사 목표주가 기준으로도 두산인프라코어의 주가 상승여력이 더 많다. 최근 외화사채 3억\$, BW 5억\$ 발행으로 당분간의 유동성 우려를 해지한 것도 투자포인트이다.

다만 두산인프라코어의 PER 9배는 두산밥캣을 포함하고 있는 것이라 단순 현대건설기계와 비교하는 것은 곤란하다. 그러나 두산인프라코어의 3월말 올해 주가 최고점에서 별도 영업가치는 PER 15배를 인정받았다.

3월21일 두산인프라코어 주가 최고점 10,250원, 즉 시가총액 2.1조원에서 보유 두산밥캣 지분가치 1.4조원(당일 두산밥캣 시가총액 3.8조원 x 지분율 59.4% x NAV 할인 40%)을 제거하면 영업가치는 0.7조원이고, 이는 별도 기준 당사 예상 순이익 500억원에서 PER 15배 수준이다.

두산인프라코어의 목표주가 1만원도, 두산밥캣 타겟 시가총액 4.7조원에서 도출된 보유지분가치 1.7조원에 영업가치 0.75조원의 합산인 2.4조원, 즉 0.9만원에 준한다. 2017년의 9,000원과 2018년의 11,000원의 중앙값인 셈이다.

아무튼 한국 헤비 건설장비 메이커들에 대해 PER 15배를 적용했고, 두산인프라코어의 주가 상승여력이 현대건설기계보다 우위에 있다고 판단한다.

<표6> 두산인프라코어 올해 주가 최고점에서, 별도의 영업가치는 PER 15배 인정받았다고 (인위적으로) 역산해 볼 수 있음

두산인프라코어 = ㉔ 별도 영업가치 + ㉕ 두산밥캣 지분가치			
계정	2015년	2016년	2017년
영업이익(별도, 십억원)	-264	46	113
당기순이익(별도)	-719	-56	50
자본총계(별도)	1,887	1,834	1,881
VALUATION RATIOS		EBIT RATIO	PER RATIO
		14.6	14.9
㉔ 별도의 영업가치(십억원)		670	746
두산밥캣 시장 시가총액		3,895	3,863
지분율		59.4%	59.4%
두산밥캣 보유지분가치		2,314	2,295
할인율		40%	40%
㉕ 두산밥캣 보유지분 가치 또 할인(십억원)		1,390	1,380
시가총액 = ㉔ + ㉕		2,060	2,126
주식수(백만주)	207	207	207
주가		작년 고점 9,931	최고점 10,250

자료: 하이투자증권 리서치

③ 최선호주는 두산밥캣: 하반기는 컴팩트/미국이 주인공

한국의 건설기계 3사 중, 하반기 최선호주는 두산밥캣이다.

비록 두산밥캣의 실적은 작년 하반기 IPO 이후 정체했지만, 작년 4분기는 미국 대선 전후 불확실성, 그리고 2017년 초반까지도 연초 렌탈 업체들의 주문 지연, 그리고 2분기는 MEX 전용 공장 초도 가동에 따른 라인 이전 및 더딘 Ramp-Up과 보수적인 사업계획 때문이었다는 주장이다.

하반기부터 IPO 이후 동사의 첫 실적 성장이 시작될 것이라고 판단한다.

먼저, 동사 딜러망의 재고가 평소 4개월에서 최근 3개월 이하로 최저수준으로 떨어져, 정상 재고 수준으로의 복구만으로 매출 성장이 가능하다는 설명이다.

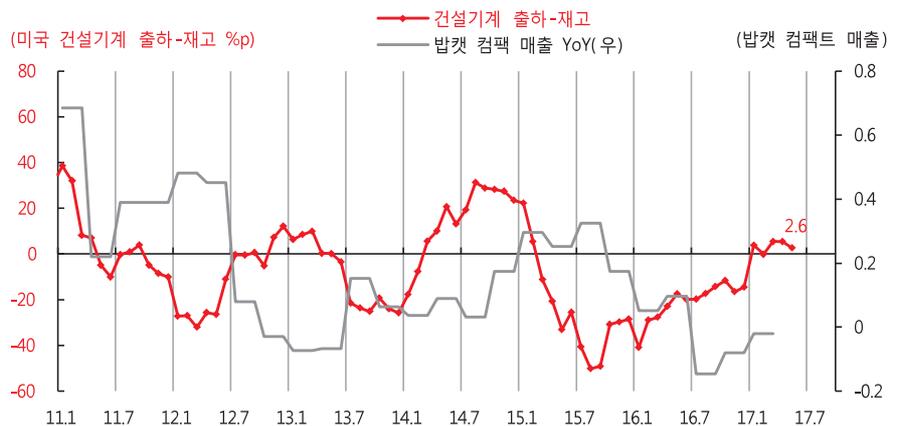
둘째, 미국 건설기계의 출하-재고 사이클이 2017년초부터 플러스 전환했다. 중국도 2016년초 제조업 출하-재고 사이클 회복 이후 계속 플러스 상태인데, 건설기계 시장은 2016년의 완만한 회복을 거쳐, 2017년 무려 100%나 성장했다. 미국 경기와 주택 지표는 모두 양호하고, 2분기 북미 시장은 10% 성장했다. 동사가 공장 이전 및 자재 조달 실패로 대응이 느렸을 뿐이다. 하반기가 기대된다.

하반기 성장을 기대하지만, 55:45의 헤비보다는, 계절성이 없는 소형/컴팩트의 동사가 더 유리할 것이라고 판단한다.

<그림19> 미국 건설기계 출하-재고: 2~3분기 매출 강세 예상케함

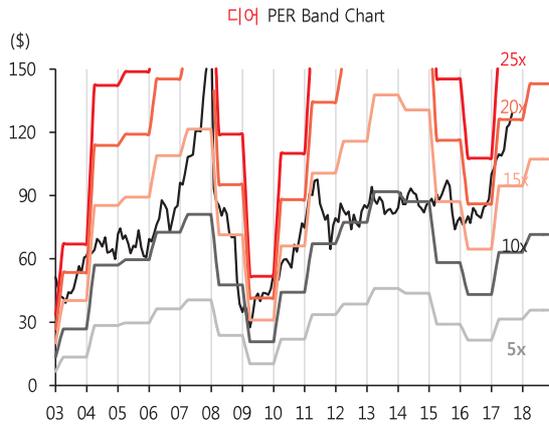
중국의 출하-재고 사이클은 2016년부터 플러스 전환해 1년반째 호조
→ 중국 건설장비 판매는 2015년 5.3만대를 바탕으로 2016년 6.2만대, 그리고 2017년 11만대 수준으로 회복 중

미국의 제조업 전체와 건설기계 출하-재고는 2017년 들어 2년만에 플러스 전환에 성공
과거 출하-재고 ~ 두산밥캣 매출의 시차는 6~9개월로
→ 올해 하반기부터 미국 건설장비 및 컴팩트로 더 시장 호조로 진입할 것으로 예상



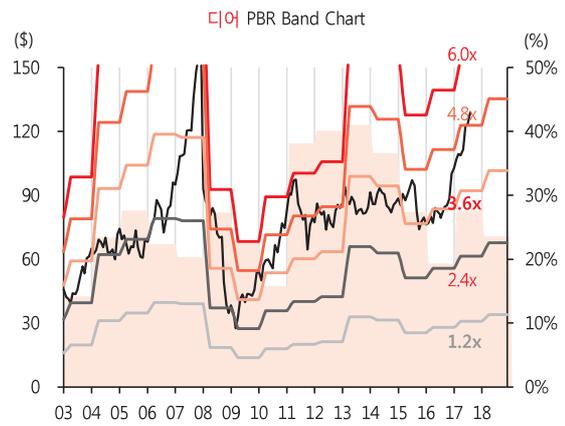
자료: 하이투자증권 리서치

<그림20> Deere PER 20배 이상 거래



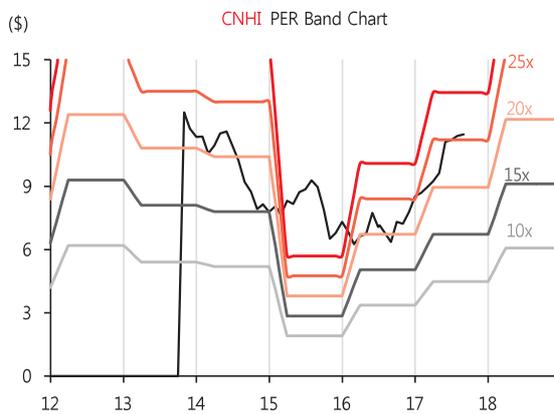
자료: 하이투자증권

<그림21> Deere PBR 5배 육박: ROE 25%



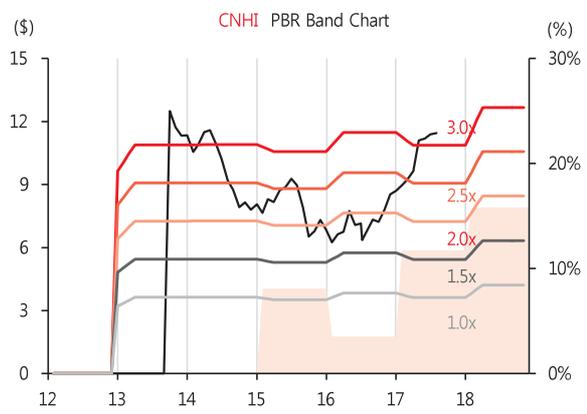
자료: 하이투자증권

<그림22> CNHI PER 25배 시장 인정



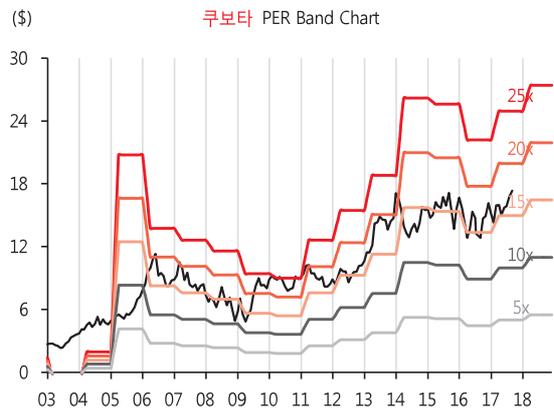
자료: 하이투자증권

<그림23> CNHI PBR 3배 넘어감: ROE 15%



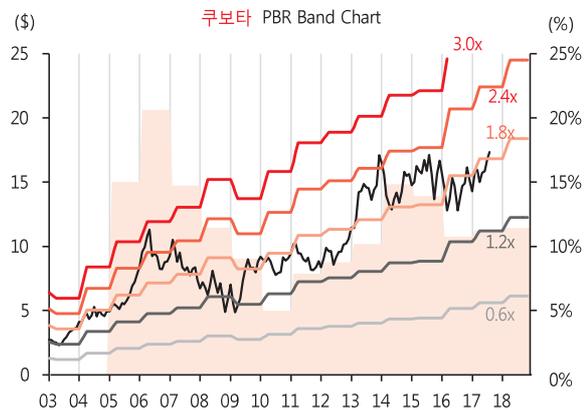
자료: 하이투자증권

<그림24> Kubota PER 15배 시장 인정



자료: 하이투자증권

<그림25> Kubota PBR 1.8배: ROE 12%



자료: 하이투자증권

[기업분석]

두산밥캣(241560)

- 하반기는 밥캣의 진격!

두산인프라코어(042670)

- 약재 주가 반영은 끝

현대건설기계(267270)

- PER 15배 도달, 하반기 YoY +45%면 OK!

두산밥캣(241560)

하반기는 밥캣의 진격!

■ 상장 이후 지금까지는 부진했지만

2016년11월 상장 이후 동사의 영업실적은 계속 부진했다. 2009년을 바닥으로 2016년 상반기까지 실적은 성장했고 트럼프의 인프라투자 공약 등도 동사에 대한 기대감을 고조시켰지만, 최근 3개 분기 실적은 실망스러웠다.

여태 실적 부진 사유는, 4Q16은 대선 불확실성에 따른 딜러 판매 위축, 1Q17에는 렌탈 업체들의 상반기 발주가 다소 지연되었다는 이유를 들었다. 2Q17은 시장이 북미가 10%, 유럽이 5% 성장했지만, MEX 공장 이전 및 생산재개가 느렸고, 사업계획이 보수적이어서 자재 조달이 늦어졌다고 변명한다.

■ 하반기 (상장 이후 처음으로) 실적이 성장한다!

하반기 동사의 실적 성장을 예상한다. ① 동사의 딜러 재고가 최저 수준으로 내려와 정상 재고 수준으로 복귀하는 것만으로, 아마도 3분기부터 매출 성장이 가능할 전망이다. 공장 이전에 따른 가동률이 정상화된다면, 시장 성장폭 이상을 보여줄 수 있을 것으로 기대된다(당사 하반기 +13% 성장 가정).

② 미국 건설기계 출하-재고 사이클이 2017년초부터 플러스 반전했다. 중국 건설장비 시장의 턴어라운드 시발점은 2016년 중국 출하-재고 사이클 반전부터였다. 중국의 화려한 2017년이 미국/유럽 선진시장에서는 2018년에 본격화될 수 있는 시차이다. 올해 하반기를 주목한다. ②-2 미국 주택 관련 지표는 여전히 좋다. NAHB 서베이 지수로 판단할 때 하반기는 계속 좋다.

③ 계절성에 있어서 편안하다. YoY로 강력하게 턴어라운드 중인 헤비 건설기계는 하반기 YoY 성장은 이어가지만 판매 및 매출 감소가 필연이다. 반면에 동사는 과거 계절성이 상~하반기 차이가 없다. 하반기 실적이 꺾이는 중대형 건설장비 메이커 대비 매력적이다.

■ 타겟 PER 20배, 목표주가 4.7만원 유지, 건설기계 최선호주

동사 적정주가는 타겟 PER 20배에서 4.5만원, 2018년에 5.5만원이다. 기존 목표주가 4.7만원에서 큰 차이 없어 목표주가를 유지한다. 라이벌 CAT, CNHI, DEERE, KUBOTA가 PER 15~25배에 거래되고 있다. 동사는 컴팩트 시장을 선도하는 1등 업체이다. 20배는 과정이다. PBR Valuation으로 크로스_체크해보면, ROE 6.6%/COE 5%에서 적정 PB 1.3배 적정주가 4.6만원이 도출된다.

조선/기계 최광식
(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

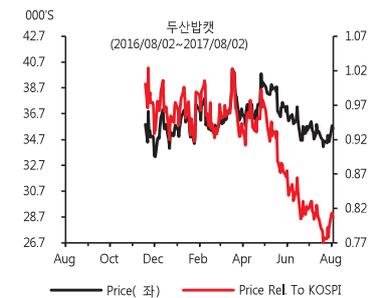
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	47,000원
증가(2017/08/04)	36,750원

Stock Indicator

자본금	52십억원
발행주식수	10,025만주
시가총액	3,569십억원
외국인지분율	23.9%
배당금(2016)	700원
EPS(2017E)	2,247원
BPS(2017E)	34,982원
ROE(2017E)	6.6%
52주 주가	33,400~40,200원
60일평균거래량	351,838주
60일평균거래대금	12.8십억원

Price Trend



실적: 2Q17 역성장... 그러나 하반기 턴업 & 가이드نس 달성 의견 유지

<표1> 두산밥캣 2Q17 Review: 북미시장 +10%, 유럽 +5% 성장했지만, 우리는 공장 이전, 보수적 사업계획으로 역성장

(십억원)									
두산밥캣(연결)	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17 ^①	y-y	q-q	컨센서스 07월27일	당사(②)	차이(③/②)
매출액	879.3	920.5	929.9	1,075.3	-9%	16%	1,101	1,096	-2%
영업이익	109.4	69.8	93.3	136.0	-9%	46%	130	129	5%
영업외/기타	-26.3	-67.0	-7.4	-39.6			-23	-23	69%
세전이익	83.1	2.8	85.9	96.4	-16%	12%	107	106	-9%
지배주주순이익	47.8	7.7	45.5	49.2	-22%	8%	69	69	-29%
영업이익률	12.4%	7.6%	10.0%	12.6%	-0.1%p	2.6%p	11.8%	11.8%	0.9%p
지배주주순이익률	5.4%	0.8%	4.9%	4.6%	-0.8%p	-0.3%p	6.3%	6.3%	-1.7%p

자료: 하이투자증권 리서치

<표2> 2017년 경영목표는 매출 \$3,560m, EBIT \$392m(OPM 11%),
원화로 매출 4조 940억원, 영업이익 4,485억원으로 전년대비 3.6%, 8.3% 성장으로 제시
상반기까지의 부진에도 사측은 가이드نس 유지하겠다고 밝힘: 하반기에 대한 자신감

(십억원)												
두산밥캣	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2015	2016	2017	2018
매출액	975	1,175	879	921	930	1,075	990	1,040	4,041	3,950	4,036	4,180
YoY	4%	9%	-14%	-8%	-5%	-9%	13%	13%	8.1%	-2.2%	2.2%	3.6%
영업이익	85	150	109	70	93	136	117	113	386	414	459	481
금융/기타영업외 이자손익	0	-35	-26	-67	-7	-40	-15	-16	-93	-129	-78	-40
순이익	59	66	45	7	46	49	66	64	148	177	225	276
YoY									187%	19%	27%	23%
지배주주순이익	50	63	48	8	46	49	66	64	137	169	225	276
매출총이익률	21.5%	22.9%	20.2%	19.1%	23.0%	23.8%	24.0%	23.2%	21.2%	21.1%	23.5%	23.7%
영업이익률	8.7%	12.8%	12.4%	7.6%	10.0%	12.6%	11.8%	10.9%	9.5%	10.5%	11.4%	11.5%
순이익률					4.9%	4.6%	6.7%	6.2%	3.4%	4.3%	5.6%	6.6%
EPS(원)		6,928	478	77	455	491	662	641		1,779	2,249	2,757
BPS(원)			33,292	33,435	33,889	34,380	35,042	34,982		33,435	34,982	37,038

자료: 하이투자증권 리서치

주석: 과거의 사업부별 분기 매출액과 매출총이익률은 당사 추정치입니다

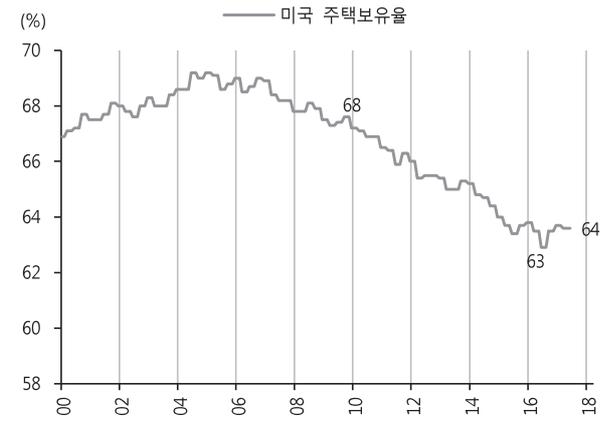
그러나 하반기를 좋게 보는 이유

① 미국 주택경기 강세: 2Q도 성장한 북미시장, 우리만 따라가면 됨

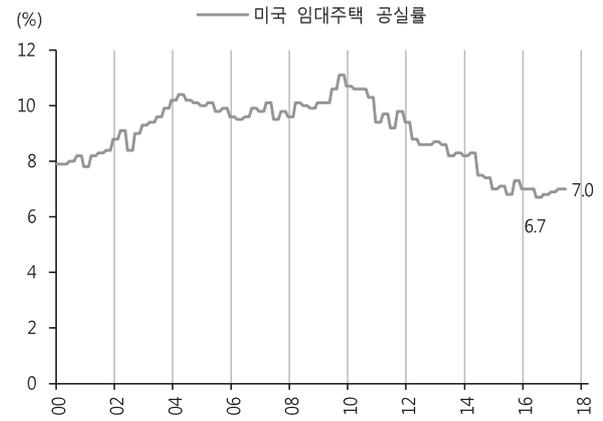
<그림1> 미국 주택경기의 선행 지표인 NAHB 시장지수 호조 지속: 연말까지 컴팩트 로더 시장 계속 좋을 것



<그림2> 미국 주택보유율: 53%에서 64%로 반등했지만 여전히 낮은 수준



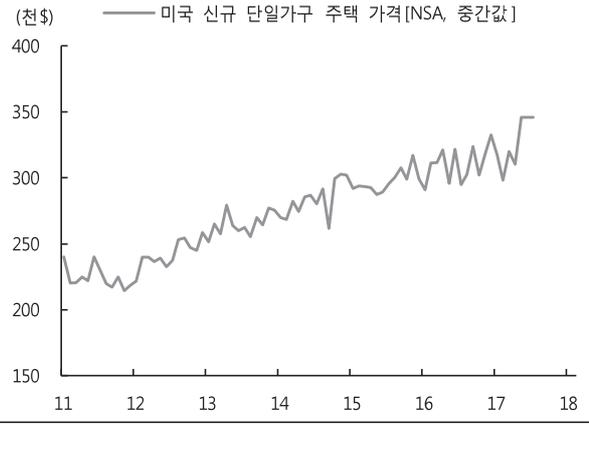
<그림3> 미국 주택 공실률: 여전히 낮은 수준



<그림4> 미국 주택재고 여전히 타이트



<그림5> 미국 주택가격: 상승세 계속

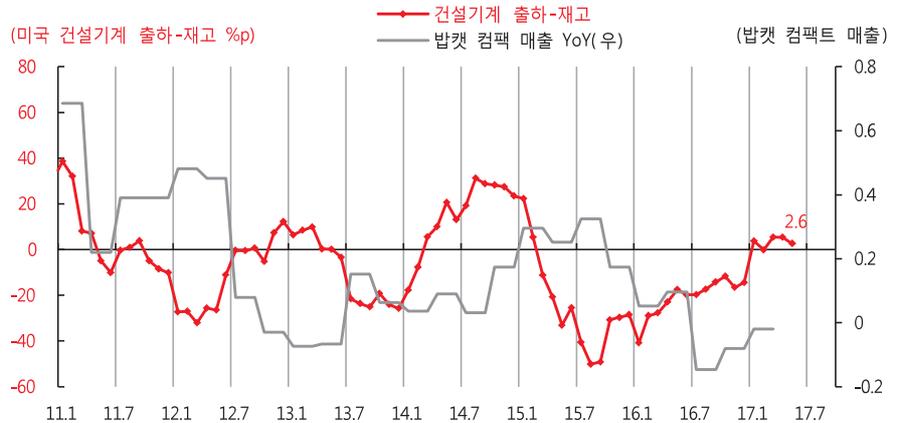


② 출하-재고 사이클 연초부터 하반기 강세를 예견

<그림6> 미국 건설기계 출하-재고: 하반기 매출 강세 예상케 함

중국의 출하-재고 사이클은 2016년부터 플러스 전환해 1년반째 호조
 → 중국 건설장비 판매는 2015년 5.3만대를 바탕으로 2016년 6.2만대, 그리고 2017년 11만대 수준으로 회복 중

미국의 제조업 전체와 건설기계 출하-재고는 2017년 들어 2년만에 플러스 전환에 성공
 과거 출하-재고 ~ 두산밥캣 매출의 시차는 6개월~9개월로
 → 올해 하반기부터 미국 건설장비및 컴팩트 로드 시장 호조로 진입할 것으로 예상



자료: 하이투자증권 리서치

③ 헤비에 비해 계절성이 없는 두산밥캣

(그림7) 상반기 vs. 하반기 계절성: 두산밥캣은 계절성 풀림이 크지 않고, 올해와 같은 성장시기에는 하반기가 더 좋을 것

현대건설기계 평균	26.6%	28.7%	23.7%	21.0%	
05년~16년	상반기: 55.3%				
두산인프라코어 평균	28.2%	29.4%	21.7%	20.6%	
06년~16년	상반기: 57.6%				

두산 밥캣	1Q	2Q	3Q	4Q	그해 매출 YoY
08	25%	27%	25%	23%	
09	22%	26%	26%	26%	-43%
10	17%	28%	25%	30%	42%
11	21%	25%	25%	29%	39%
12	25%	29%	22%	23%	13%
13	23%	27%	26%	25%	-6%
14	22%	27%	24%	27%	4%
15	23%	27%	25%	25%	8%
16	24%	30%	22%	23%	-2%

평균	22.4%	27.3%	24.7%	25.6%	
	상반기 49.7%				
성장기	21.6%	27.1%	24.6%	26.7%	
			하반기 51.3%		

자료: 하이투자증권 리서치

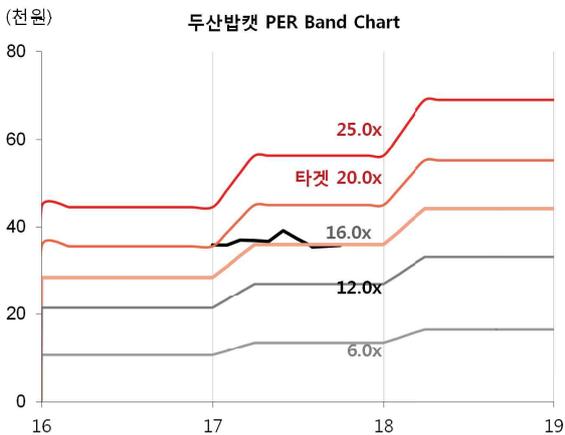
VALUATION: 목표주가 47,000원 유지

(표3) 두산밥캣 목표주가 47,000원 유지

PER						
두산밥캣	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
EPS			1,779	2,249	2,757	2,761
YoY				26%	23%	0%
PER(고)			23.1	18.1		
PER(평)			20.2	16.0		
PER(저)			0.0	13.5		
			타겟PER	20.0	20.0	20.0
			적정주가	45,000	55,000	55,000
				25%	53%	53%
			목표주가	47,000		
			증가(08.04)	36,750	36,750	36,750
				28%	50%	50%
PBR						
두산밥캣	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
BPS			33,435	34,982	37,038	39,097
EPS			1,779	2,249	2,757	2,761
PER			20	16.0	13.0	13.0
PBR(고)			1.2	1.3		
PBR(저)			1.0	1.0		
ROE	1.9%	5.1%	5.5%	6.6%	7.7%	7.2%
COE(고)			4.8%	5.1%		
COE(저)			6.2%	7.1%		
적용COE = TRL 참조			5.0%	5.0%	5.2%	
Target PBR			1.1	1.3	1.5	
당해 BPS			33,435	34,982	37,038	
적정주가			37,000	46,000	54,000	

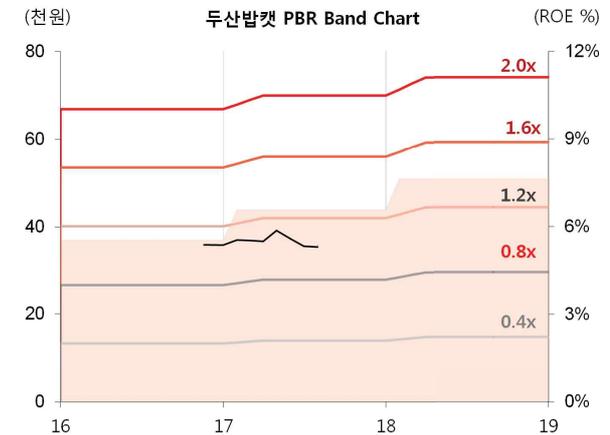
자료: 하이투자증권 리서치

(그림8) 두산밥캣 PER 밴드



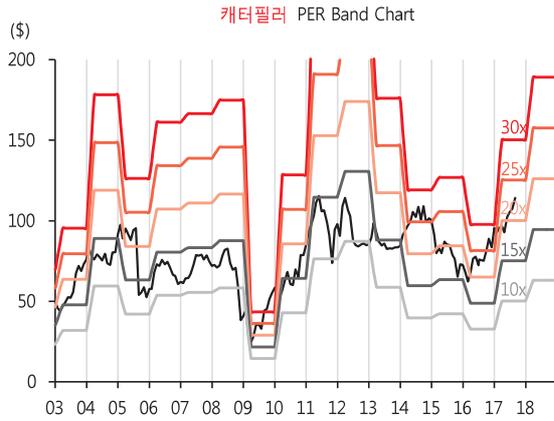
자료: 하이투자증권

(그림9) 두산밥캣 PBR 밴드: 아래 그림의 주가는 월주가여서 매일, 매주의 변동성이 나타나지 않음



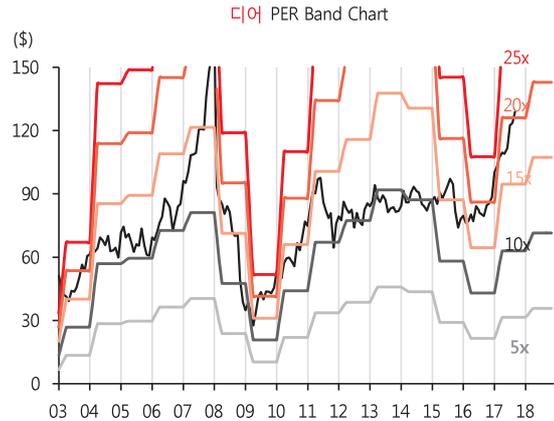
자료: 하이투자증권

〈그림10〉 CAT 2017년 EPS 예상치 상향 조정으로 반전 & PER25배 이상에서 거래



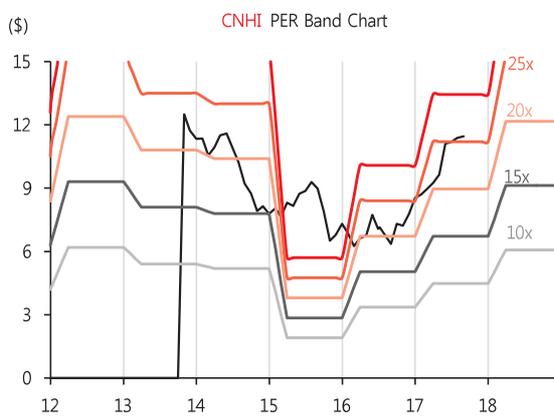
자료: 하이투자증권

〈그림11〉 Deere 2017년 실적 성장으로 상향 조정 중 & PER 20~25배



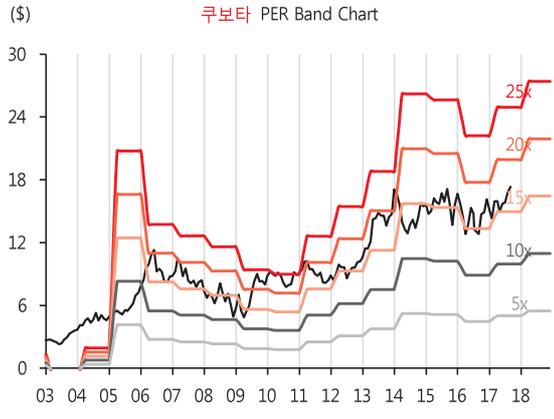
자료: 하이투자증권

〈그림12〉 CNHI PER 25배 시장 인정



자료: 하이투자증권

〈그림13〉 Kubota PER 15배~20배



자료: 하이투자증권

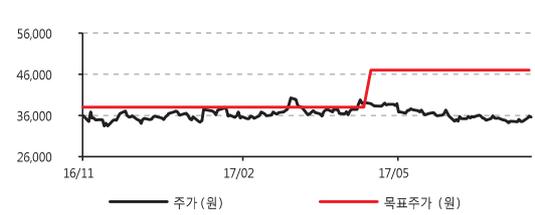
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,529	1,621	1,736	1,861	매출액	3,950	4,036	4,180	4,270
현금 및 현금성자산	364	405	495	605	증가율(%)	-2.2	2.2	3.6	2.1
단기금융자산	4	4	4	4	매출원가	3,070	3,087	3,188	3,251
매출채권	416	405	404	400	매출총이익	880	948	992	1,019
재고자산	701	759	786	803	판매비와관리비	466	489	512	523
비유동자산	4,797	4,793	4,788	4,775	연구개발비	63	64	66	68
유형자산	447	494	533	566	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	4,230	4,181	4,134	4,089	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	6,326	6,414	6,524	6,636	영업이익	414	459	481	495
유동부채	738	819	846	869	증가율(%)	7.4	11.0	4.6	3.1
매입채무	310	376	385	392	영업이익률(%)	10.5	11.4	11.5	11.6
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	3	3	3	4
유동성장기부채	16	16	16	16	이자비용	90	73	66	59
비유동부채	2,236	2,088	1,965	1,849	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-21	-21	20	-
장기차입금	1,596	1,437	1,293	1,164	세전계속사업이익	286	381	440	442
부채총계	2,974	2,908	2,812	2,718	법인세비용	105	156	165	166
지배주주지분	3,352	3,507	3,713	3,919	세전계속이익률(%)	7.2	9.4	10.5	10.4
자본금	52	52	52	52	당기순이익	180	225	276	276
자본잉여금	3,367	3,367	3,367	3,367	순이익률(%)	4.6	5.6	6.6	6.5
이익잉여금	655	810	1,016	1,222	지배주주귀속 순이익	169	225	276	277
기타자본항목	-722	-722	-722	-722	기타포괄이익	-56	0	0	0
비지배주주지분	-	0	-1	-1	총포괄이익	125	225	276	277
자본총계	3,352	3,507	3,712	3,918	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	327	486	559	572	주당지표(원)				
당기순이익	180	225	276	276	EPS	1,779	2,247	2,755	2,759
유형자산감가상각비	64	73	81	87	BPS	33,435	34,982	37,037	39,096
무형자산감가상각비	48	49	47	45	CFPS	2,963	3,466	4,031	4,080
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	700	700	700	700
투자활동 현금흐름	-90	-119	-119	-119	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-51	-120	-120	-120	PER	20.2	15.8	12.9	12.9
무형자산의 처분(취득)	-39	-	-	-	PBR	1.1	1.0	1.0	0.9
금융상품의 증감	0	-	-	-	PCR	12.1	10.3	8.8	8.7
재무활동 현금흐름	-303	-230	-214	-200	EV/EBITDA	9.2	7.9	7.2	6.6
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-306	-160	-144	-129	ROE	5.5	6.6	7.7	7.2
자본의증감	4	-	-	-	EBITDA0이익률	13.3	14.4	14.6	14.7
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	88.7	82.9	75.7	69.4
현금및현금성자산의증감	-70	41	90	110	순부채비율	37.1	29.8	21.8	14.6
기초현금및현금성자산	434	364	405	495	매출채권회전율(x)	9.7	9.8	10.3	10.6
기말현금및현금성자산	364	405	495	605	재고자산회전율(x)	5.3	5.5	5.4	5.4

자료 : 두산밥캣, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자등급추이

의견제시 일자	투자의견	목표가격
2017-08-07	Buy	47,000
2017-05-02	Buy	47,000
2017-01-31	Hold	38,000
2016-11-08	Buy	38,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자 : 최광식)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2%	10.8%	-

두산인프라코어(042670)

악재 주가 반영은 끝

■ 2Q17 Review: 연초부터 이미 알려진 어닝 서프라이즈

동사는 2분기 매출액 1조 7,734억원(YoY +10%, QoQ +14%), 영업이익 2,147억원(YoY +24%, QoQ +45%)로 당사 기대와 시장 컨센서스를 상회했다. 두산밥캣은 매출과 영업이익은 YoY -9% 안팎으로 부진했지만, 건기BG헤비가 영업이익이 YoY +21.8%, QoQ +35%로 이익 성장과 서프라이즈를 만들어냈다. 별도의 두산인프라코어는 2Q 건기BG OPM이 무려 9.4%에 달했고, 2017년 드디어 6년만의 순이익(별도) 흑자전환이 확실시된다. 연초부터 알려진 중국의 턴어라운드에 더해 동남아/이머징의 회복도 진행형이다.

■ 2H17 Preview: 별도 계절성 vs. 연결 밥캣 효과

동사는 별도로만 봤을 때 경쟁사 현대건설기계에 비해 계절성이 심하다. 물론 현대건설기계 우리가 잘하는 중국에서 M/S가 불황기에 많이 떨어졌기 때문이다. 다만 상반기:하반기 계절성이 거의 없는 두산밥캣을 합친 연결로는 하반기 매출 비중이 49%로 비수기라 할 수 없다. 상반기는 헤비 건기BG가 하반기에는 두산밥캣이 이익 성장을 이끌 전망이다<표2>. 연간 순이익 1,950억원에서 현재 PER은 9배이다.

■ 2018년까지 유동성 우려 크지 않음

동사는 0.5조원 BW를 발행에 성공했고 외화사채 3억\$도 발행해 유동성 리스크를 상당량 해소했다.

보유현금 0.3조원, BW 0.5조원, 회사채 3억\$로 대략 1조원 가용 자금에서, 3분기의 회사채 2,300억원, 영구채 상환 5억\$, 2018년의 3,600억원과 매칭된다<표3>. 동사의 투자심리에 큰 영향을 미쳐온 유동성 우려는 짧게 1년 ~ 길게 3년, 일 없다.

■ Valuation: BW 발행 영향으로 TP 1.0만원으로 20% 하향

동사의 목표주가를 기존 1.2만원에서 1.0만원으로 하향한다<표4>. 일단 영구채를 상환해 4Q17의 BPS는 9,700원에서 7,300원으로 작아진다(대신 ROE는 올라감). BW 0.5조원이 모두 62백만주(희석 30%) 전환을 가정하면 자본총계도 늘어 BPS는 7,454원으로 제자리이고, ROE가 기존 13%에서 9.7%로 3/4로 줄어 동사의 목표주가도 1.0만원으로 내려갔다. 목표주가는 타겟 PB 1.1배 수준이다.

조선/기계 최광식
(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	10,000원
증가(2017/08/04)	8,590원

Stock Indicator

자본금	1,037십억원
발행주식수	20,746만주
시가총액	1,745십억원
외국인지분율	14.7%
배당금(2016)	-
EPS(2017E)	941원
BPS(2017E)	7,282원
ROE(2017E)	10.9%
52주 주가	6,740~10,150원
60일평균거래량	2,579,651주
60일평균거래대금	21.8십억원

Price Trend



2Q17 Review: 건기BG(헤비) 9.4%!!

<표1> 두산인프라코어 2Q 건기BG(헤비) 영업이익률 9.4%로 두자릿수에 육박! & 어닝 서프라이즈 시현

항목	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17 [㉠]	y-y %	q-q %	컨센서스 07월27일	당사 [㉡]	차이(㉠/㉡)
(십억원)										
매출액	1,618.3	1,302.1	1,375.5	1,561.6	1,773.4	10%	14%	1,750.6	1,859.2	-4.6%
영업이익	173.5	105.8	100.3	148.4	214.7	24%	45%	178.3	191.2	12.3%
영업외	-84.3	-32.0	-277.1	-15.2	-64.0			-47.7	-31.7	102.2%
세전이익	89.2	73.7	-176.7	133.2	150.7	69%	13%	130.6	159.6	-5.6%
순이익	227.8	35.7	-227.2	74.3	83.6	-63%	12%	83.0	98.9	-15.5%
지배주주 순이익	199.5	43.1	-226.5	51.8	60.3	-70%	17%	62.5	74.4	-18.9%
영업이익률	10.7%	8.1%	7.3%	9.5%	12.1%	1.4%p	2.6%p	10.2%	10.3%	1.8%p
지배주주순이익률	12.3%	3.3%	-16.5%	3.3%	3.4%	-8.9%p	0.1%p	3.6%	4.0%	-0.6%p
건기										
매출액	1,548	1,183	1,223	1,461	1,636	5.7%	12.0%		1,697	-3.6%
영업이익	155	97	83	140	189	21.8%	34.5%		171	10.1%
영업이익률	10.0%	8.2%	6.8%	9.6%	11.5%	1.5%p	1.9%p		10.1%	1.4%p
㉠ 헤비										
매출액	373	304	303	531	561	50.5%	5.6%		601	-6.6%
영업이익	5	-13	13	47	52.6	973.5%	12.1%		42.1	24.8%
영업이익률	1.3%	-4.1%	4.4%	8.8%	9.4%	8.1%p	0.5%p		7.0%	2.4%p
㉡ 두산밥캣										
매출액	1,175	879	921	930	1,075	-8.5%	15.6%		1,096	-1.9%
영업이익	150	109	70	93	136	-9.3%	45.8%		129	5.3%
영업이익률	12.8%	12.4%	7.6%	10.0%	12.6%	-0.1%p	2.6%p		11.8%	0.9%p
엔진										
매출액	132	119	156	103	138	4.4%	34.1%		162	-14.9%
영업이익	18.7	8.9	17.2	8.2	26.1	39.6%	218.3%		20	30.7%
영업이익률	14.1%	7.5%	11.0%	8.0%	18.9%	4.8%p	10.9%p		12.3%	6.6%p

자료: 하이투자증권 리서치

<그림1> ASP 회복: 중대형 판매 확대 긍정적



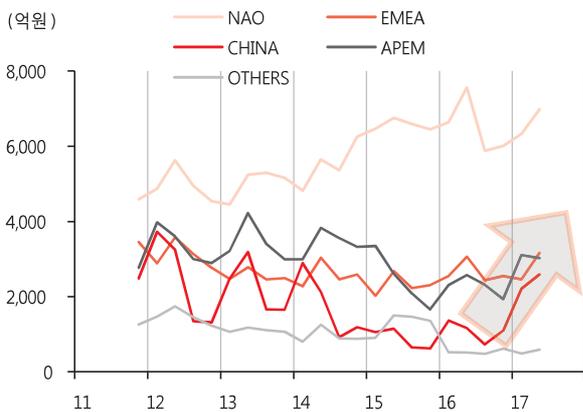
자료: 하이투자증권 리서치

<표2> 두산인프라코어 2017년 건기BG 영업이익 1,000억원, 엔진 500억원 이상으로, 별도에서도 1,500억원 영업이익 예상 vs 사측 가이드스 684억원의 2배 이상 이익 나오는 중

계정	53%				51%				(십억원)			
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2015	2016	2017	2018
매출액	1,434	1,618	1,302	1,376	1,562	1,773	1,542	1,704	5,965	5,730	6,581	7,242
영업이익	111	173	106	100	148	215	145	136	-95	491	644	688
금융/기타영업외	-15	-85	-31	-277	-15	-64	-46	-46	-648	-409	-170	-139
세전사업이익	96	89	74	-177	133	151	100	90	-781	82	474	549
지배주주지분 순이익	47	200	43	-227	52	60	42	41	-819	63	195	273
영업이익률	7.8%	10.7%	8.1%	7.3%	9.5%	12.1%	9.4%	8.0%	-1.6%	8.6%	9.8%	9.5%
지배주주순이익률	3.3%	12.3%	3.3%	-16.5%	3.3%	3.4%	2.7%	2.4%	-13.7%	1.1%	3.0%	3.8%
EPS(원)	227	962	208	-1,092	250	291	203	197	-3,948	305	941	1,315
BPS(원)	10,104	11,071	10,587	9,932	9,437	9,727	9,930	7,282	9,744	9,932	7,282	8,597
건기												
매출액	1,342	1,548	1,183	1,223	1,461	1,636	1,415	1,522	5,385	5,296	6,034	6,543
영업이익	103	155	97	83	140	189	131	121	-48	437	581	616
영업이익률	7.6%	10.0%	8.2%	6.8%	9.6%	11.5%	9.2%	8.0%	-0.9%	8.3%	9.6%	9.4%
①건기BG(별도) = 건기BG(헤비)												
중국 판매 대수 YoY	1,446	1,137	834	1,232	3,198	2,897	1,424	1,660	3,523	4,649	9,179	9,644
	25%	-7%	59%	100%	121%	155%	71%	35%	-49%	32%	97%	5%
매출액	367	373	304	303	531	561	424	482	1,344	1,346	1,998	2,363
영업이익	18	5	-13	13	47	53	13	8	-434	23.4	121.1	135.9
영업이익률	4.8%	1.3%	-4.1%	4.4%	8.8%	9.4%	3.2%	1.7%	-32.3%	1.7%	6.1%	5.8%
			비수기에도 ↑		↑하이싱글!					흑전!! ↑	↑레버리지	
②두산밥켓												
매출액	975	1,175	879	921	930	1,075	990	1,040	4,041	3,950	4,036	4,180
영업이익	85	150	109	70	93	136	117	113	386	414	459	481
영업이익률	8.7%	12.8%	12.4%	7.6%	10.0%	12.6%	11.8%	10.9%	9.5%	10.5%	11.4%	11.5%
엔진												
매출액	97	132	119	156	103	138	128	182	579	504	551	698
영업이익	9	19	9	17	8	26	14	15	3	53	64	71
영업이익률	8.9%	14.1%	7.5%	11.0%	8.0%	18.9%	11.3%	8.4%	0.5%	10.6%	11.6%	10.2%

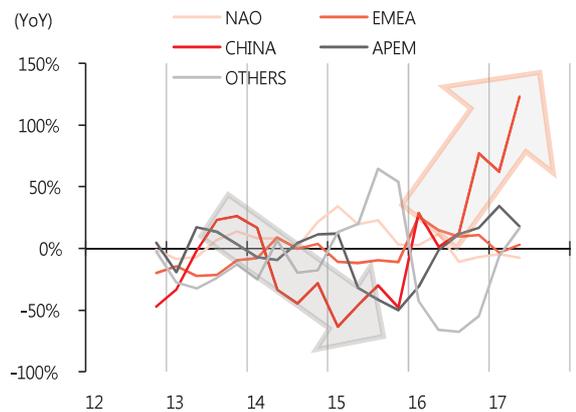
자료: 하이투자증권 리서치

<그림2> 중국의 턴어라운드를 후행해 따라 올라오는 APEM 건설장비 시장



자료: 하이투자증권

<그림3> 과거에도 APEM과 CHINA는 비슷한 사이클을 보임: 2014년 중국의 역성장이 워낙 컸던 구간 제외



자료: 하이투자증권

유동성 리스크 완화

〈표3〉 회사채 만기 스케줄과 자금 대응: 2018년 상반기까지 이상무 & 이제 별도로 이익도 내고 있고 하반기 부담은 크지 않음

(억원)				
분기	공모사채	사모사채	영구채	비고
1Q16	750			
2Q16	400			
3Q16	2,350			
4Q16	4,076			
1Q17	3,200	1,150		
2Q17		1,000		
3Q17	2,300		5,570	보유현금 0.3조원 + ← BW 0.5조원 + 외화사채 3억\$ = 1조원
4Q17				
1Q18	1,244			
2Q18	1,100			
3Q18				
4Q18	1,255			3Q17~4Q18 모두 합쳐 1.15조원

자료: 하이투자증권 리서치

BW 0.5조원 모두 전환된다는 가정하에 TP 1만원으로 하향

<표4> 두산인프라코어 VALUATION: BW 전환 없을 경우 적정주가 1.3만원(기존 목표주가 1.2만원)에서 BW 모두 전환 및 자본 증가로 ROE 25% 감소 효과 반영해 목표주가 1.0만원

신종자본 제외 Valuation(연결)								
계정	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
주식수(백만주)	169	207	207	207	207	207	207	207
BW 모두 전환시 주식수						270	270	270
EPS	2,018	-490	202	-3,948	305	941	1,315	1,489
						공기BG 매각 이익 ↑	↓ EPS 할인율 25%	
EPS (BW 모두 전환 가정)	2,018	-490	202	-3,948	305	724	1,012	1,145
BPS (신종자본 제외)	14,569	14,398	13,493	9,744	9,932	7,282	8,597	10,086
						신종자본 제외 ↑		
BPS (BW 모두 전환 가정)						7,454	9,671	10,816
						BW모두 전환 ↑		
PBR(고)	1.67	1.22	1.07	1.39	1.02	1.09		
PBR	1.30	0.79	0.94	0.93	0.69	0.98		
PBR(저)	1.05	0.64	0.81	0.48	0.33	0.89		
ROE	14%	-3.4%	1.5%	-40.5%	3.1%	12.9%	15.3%	14.8%
						↓ 할인율 25%		
ROE (BW 모두 전환)					3.1%	9.7%	11.9%	11.9%
적용ROE	14%	1%	1%	3%	9.7%	10%	12%	12%
↳ FWD nY	+0Y	+1Y	+0Y	+1Y	+0~1Y	+0Y	+0Y	+0Y
						공작기계 매각이익 때문에 2017년 ROE 사용 ↑		
COE(고)	8%	1.2%	1.4%	2.2%	9.5%	8.9%		
COE(평)	11%	1.9%	1.6%	3.3%	14.1%	9.9%		
적용ROE = +0Y						9.7%	11.9%	11.9%
적용COE = TRL 참조						7.0%	7.0%	7.0%
Target PBR						1.4	1.7	1.7
적용 BPS						7,454	9,671	10,816
주당 적정가치						10,400	16,400	18,400
목표주가						10,000		
증가(08.04)						8,590		
상승여력						16%		
적용ROE = +0Y						12.9%		
적용COE = TRL 참조						7.0%		
Target PBR						1.8		
적용 BPS						7,282		
주당 적정가치						13,100		

자료: 하이투자증권 리서치

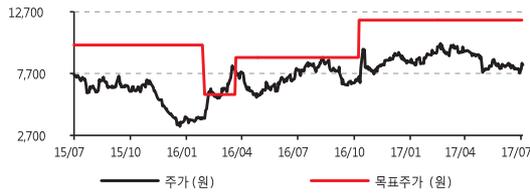
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,050	3,312	3,838	4,086	매출액	5,730	6,581	7,242	7,462
현금 및 현금성자산	539	218	470	598	증가율(%)	-3.9	14.9	10.0	3.0
단기금융자산	157	159	161	162	매출원가	4,404	4,934	5,427	5,562
매출채권	1,038	1,222	1,334	1,397	매출총이익	1,325	1,647	1,814	1,900
재고자산	1,177	1,569	1,727	1,779	판매비와관리비	834	1,003	1,127	1,167
비유동자산	6,977	6,977	6,974	6,962	연구개발비	145	167	184	189
유형자산	1,823	1,887	1,942	1,990	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	4,441	4,334	4,235	4,143	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	10,027	10,289	10,812	11,048	영업이익	491	644	688	733
유동부채	3,653	4,025	4,455	4,377	증가율(%)	-616.2	31.3	6.7	6.5
매입채무	586	731	1,047	1,287	영업이익률(%)	8.6	9.8	9.5	9.8
단기차입금	952	1,105	939	798	이자수익	12	7	8	14
유동성장기부채	1,305	1,305	1,520	1,305	이자비용	231	192	195	179
비유동부채	2,925	3,284	3,009	2,911	지분법이익(손실)	0	0	-	-
사채	715	1,045	830	830	기타영업외손익	-157	-25	40	40
장기차입금	1,452	1,379	1,241	1,117	세전계속사업이익	82	474	549	615
부채총계	6,578	7,309	7,464	7,289	법인세비용	163	198	181	203
지배주주지분	2,060	1,511	1,784	2,092	세전계속이익률(%)	1.4	7.2	7.6	8.2
자본금	1,037	1,037	1,037	1,037	당기순이익	116	276	368	412
자본잉여금	249	168	168	168	순이익률(%)	2.0	4.2	5.1	5.5
이익잉여금	578	774	1,046	1,355	지배주주귀속 순이익	63	195	273	309
기타자본항목	-313	-468	-468	-468	기타포괄이익	25	26	26	26
비지배주주지분	1,388	1,469	1,564	1,667	총포괄이익	141	302	393	437
자본총계	3,448	2,980	3,348	3,759	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	513	213	913	1,013	주당지표(원)				
당기순이익	116	276	368	412	EPS	305	941	1,315	1,489
유형자산감가상각비	148	136	145	152	BPS	9,932	7,282	8,597	10,086
무형자산상각비	110	107	99	92	CFPS	1,545	2,112	2,491	2,667
지분법관련손실(이익)	0	0	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	910	655	655	655	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-124	-200	-200	-200	PER	29.0	8.9	6.4	5.6
무형자산의 처분(취득)	-63	-	-	-	PBR	0.9	1.2	1.0	0.8
금융상품의 증감	-22	-28	-28	-28	PCR	5.7	4.0	3.4	3.2
재무활동 현금흐름	-1,454	444	-187	-364	EV/EBITDA	7.4	7.0	6.1	5.2
단기금융부채의증감	-	152	49	-356	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-1,552	257	-353	-124	ROE	3.1	10.9	16.6	15.9
자본의증감	-	-82	-	-	EBITDA0이익률	13.1	13.5	12.9	13.1
배당금지급	0	0	0	0	부채비율	190.8	245.3	223.0	193.9
현금및현금성자산의증감	-21	-321	252	129	순부채비율	108.1	149.5	116.5	87.5
기초현금및현금성자산	560	539	218	470	매출채권회전율(x)	5.0	5.8	5.7	5.5
기말현금및현금성자산	539	218	470	598	재고자산회전율(x)	4.2	4.8	4.4	4.3

자료 : 두산인프라코어, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자등급추이

의견제시 일자	투자의견	목표가격
2017-08-07	Buy	10,000
2016-11-08	Buy	12,000
2016-07-11	Buy	9,000
2016-04-20	Hold	9,000
2016-02-29	Buy	6,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자 : 최광식)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2%	10.8%	-

현대건설기계(267270)

PER 15배 도달, 하반기 YoY +45%면 OK!

■ 2Q17도 사실상 좋았고, 여기저기 다 좋은 현대건설기계

2Q 연결 매출액 6,832억원(YoY +28%, QoQ +6%), 영업이익 358억원(+10%, -16%)로 공표기준 어닝쇼크였지만, 인적분할에 따른 재고장비 미실현손익 -255억원 일회성을 감안할 경우 613억원으로 양호했다.

동사는 여기저기 다 좋다. 작년 9월 CNHi와 전략적 제휴(OEM 및 CKD)를 맺고 올해 1천억원 매출이 더해졌고 장차 늘어날 수 있다는 안내이다<그림7>. 또한 9월 유럽 총괄법인 설립과 R&D 강화로 선진시장 판매 확대를 도모한다고 밝혔다. 연초부터 떠들썩했던 인도에서는 상반기에만 2,000대를 판매해 작년의 2,600대를 크게 넘어설 전망이다.

■ 타겟 PE 15배에서 TP 45만원, 다만 주가 빨리 올라 HOLD 의견

동사의 목표주가를 타겟 PER 15배에서 45만원, HOLD 의견으로 커버리지를 개시한다. 좋은 업황과 실적 성장세에 안타까운 의견인데, 15배도 꽤 높은 타겟 멀티플이다. 15배의 근거는, 1) CAT, Komatsu, 중국의 SANY 등의 PER 25배~30배에서 2nd Tier 할인을 적용했다. 또한 2) 동사의 경쟁사 두산인프라코어(연결)가 현재 PER 9배에 거래되고 있다. 그러나 두산밥캣을 제거한 별도의 두산인프라코어는 올해 최고점에서 PER 15배를 인정받았다<표6>.

■ 하반기 매출 YoY 성장폭이 22% 이상일 대 투자의견 상향 가능

동사에 대한 목표주가의 차이는 실적 예상치의 차이이다. 당사가 제시한 매출 2.45조원(YoY +22%), 영업이익 1,460억원(+44%), 순이익 960억원은, 상반기:하반기 매출 55:45에서 도출되었다. 즉, 당사는 하반기 매출 성장폭을 상반기 21%와 비슷한 22%로 가정했다.

2017년은 강력한 턴어라운드의 원년이기 때문에 하반기 성장폭이 더 커지고 계절성이 무더질 것이라는 기대감도 있다. 그래서 살펴보았는데 과거 시장 회복기에도 여지 없이 55:45의 계절성을 띄었다<그림1>. 또한 하반기 매출이 상반기만큼 나오기 위해서는 하반기 매출이 YoY +45% 성장해야 한다. 당사는 무리한 가정이라고 판단한다.

그러나 주가는 하반기 비수기와 무관하게 상승할 수 있다. 2007년, 2010년, 2016년 시장 성장기에, 하반기에도 주가는 올랐다<그림2>. 하반기 성장폭이 상반기 이상으로 찍혀, 목표주가와 투자의견을 올리기를 바라며, 울산항 수출 데이터를 매달 지켜보고자 한다.

조선/기계 최광식
(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

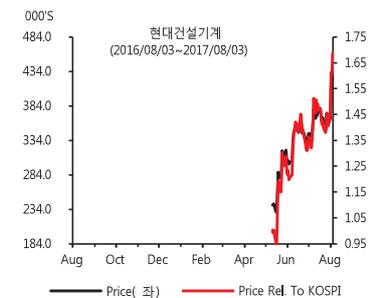
Hold (Initiate)

목표주가(12M)	450,000원
증가(2017/08/04)	430,000원

Stock Indicator

자본금	18십억원
발행주식수	358만주
시가총액	1,525십억원
외국인지분율	10.0%
배당금(2016E)	-
EPS(2017E)	35,380원
BPS(2017E)	226,681원
ROE(2017E)	23.5%
52주 주가	230,000~425,500원
60일평균거래량	50,841주
60일평균거래대금	15.9십억원

Price Trend



2Q17 Review: 분할에 따른 미실현손익 일회성

〈표1〉 현대건설기계 2Q17 공표기준으로는 어닝쇼크: 일회성 제거할 경우 서프라이즈

계정	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17@	y-y	q-q	컨센서스 07월27일
매출액	536	480	436	644	683.2	28%	6%	626
영업이익	32	20	10	43	35.8	10%	-16%	50
영업외	9	-8	15	-10	-2.0	적전	적지	-3
세전이익	42	11	24	32	33.8	-19%	4%	47
순이익	33	9	18	25	26.8	-18%	6%	35
지배주주순이익	33	9	18	25	26.8	-18.0%p	5.9%p	35
영업이익률	6.0%	4.1%	2.2%	6.6%	5.2%	-0.8%p	-1.4%p	8.0%
세전이익률	7.8%	2.4%	5.5%	5.0%	4.9%	-2.9%p	-0.1%p	7.5%
순이익률	6.1%	1.8%	4.2%	3.9%	3.9%	-2.2%p	0.0%p	5.6%
			일회성		2Q17			
			재고자산 미실현 손익		-25.5			
			영업이익(일회성 제거)		61.3			
			영업이익률		9.0%			

자료: 하이투자증권 리서치

〈표2〉 현대건설기계 지역별 매출과 성장폭: 신흥시장, 내수강세 & 선진시장 강세가 관심!

구분		17.2Q			17.1Q	16.2Q
			QoQ	YoY		
신흥 시장	러시아 / CIS	513	69.9%	342.2%	302	116
	중남미	257	34.6%	17.4%	191	219
	인도 (생산)	740	-6.7%	48.0%	793	500
	중국 (생산)	795	-17.4%	246.0%	962	230
	기타 지역	1,202	6.0%	-9.6%	1,134	1,329
	소계	3,507	3.7%	46.5%	3,382	2,394
국내 시장		1,750	6.1%	36.3%	1,649	1,284
선진 시장	북미 (판매)	986	14.6%	34.8%	859	730
	유럽 (판매)	979	9.8%	3.3%	892	948
	CNHI	362	39.2%	0.0%	260	4
	대양주	184	-32.4%	8.9%	272	169
	소계	2,509	9.9%	35.5%	2,283	1,851
기타 매출		47	-76.7%	-82.7%	202	272
총 계		7,813	3.9%	34.7%	7,516	5,801

자료: 하이투자증권 리서치

〈표3〉 현대건설기계의 제품별 매출

구분		17.2Q		17.1Q	16.2Q
			QoQ		
건설 기계	5,052	5.6%	33.1%	4,784	3,795
산업 차량	1,260	9.0%	13.7%	1,156	1,108
부품 사업 외	520	3.2%	14.3%	504	455
총 계	6,832	6.0%	27.5%	6,444	5,358

자료: 하이투자증권 리서치

VALUATION: 15배를 주지만, HOLD입니다..

현대건설기계의 목표주가를 Target PB 2배에서 45만원 또는 Target PER15배에서 45만원으로 커버리지를 개시한다. 그러나 당사의 보고서가 늦어, 그리고 주가가 크게 올라 투자의견은 HOLD이다.

타겟 PER 15배는 다소 흥하는 산업과 기업에 주는 잣대이다. 건설기계업은 지금 흥하고 있다. 15배의 근거는 1) 글로벌 PEER Group들의 PER이 CAT과 Komatsu 등 선진사가 25배 안팎, 중국 로컬 업체들은 30~40배를 받고 있는데, 2nd Tier라고 하더라도, 브라질, 인도, 러시아와 같은 BRICs 국가에서 M/S 15% 이상에, 베트남, 미얀마 등 동남아 지역별로 30% 안팎의 M/S인 동사에게 Peer Group 대비 절반 정도의 타겟은 그리 높은 것도 아니다.

〈표4〉 현대건설기계 목표주가 45만원 제시: 타겟 PB 2.0배, PER 환산 15배

계정	2016년	2017년	2018년	2019년	계정	2016년	2017년	2018년
BPS	200,025	226,681	258,448	295,946	매출액	2,015	2,449	2,476
PBR(고)		1.73			영업이익	101	146	175
PBR(저)		1.02			지배주주순이익	97	96	114
ROE	14%	12.5%	13.1%	14%	EPS	27,036	26,656	31,767
COE(고)		7.4%			PER Cross-Check			
COE(평균)		6.8%				FWD 0Y	FWD 1Y	
적용ROE = FWD +0~1Y		12.8%			EPS	26,656	31,767	
적용COE		6.5%	← Global Peer 5%~7%		타겟 PER 10			
Target PBR		2.00			12	267,000	318,000	
적용 BPS = 2017년		226,681			15	320,000	381,000	
목표주가		450,000			20	400,000	477,000	
증가(08.04)		430,000				533,000	635,000	
상승여력		5%						

자료: 하이투자증권 리서치

<표5> Global Peer Group의 시장 인정 Valuation: 탭티어 PER 25~30배

회사	시가총액 (백만\$)	PER			EV/EBITDA			PBR			ROE		
		2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
한국													
두산인프라코어	1,491		9.6	8.0	9.09	7.50	7.05	0.9	0.8	0.7	-6.0	8.5	9.6
두산밥켓	3,110	16.5	14.7	12.6	8.91	7.98	7.49	1.1	1.0	0.9	5.8	7.0	7.7
현대건설기계	1,195												
중국													
SANY HEAVY INDUSTRY CO LTD-A	9,645	228.5	29.9	21.1	34.52	15.40	12.92	2.0	2.6	2.4	-0.2	8.7	11.3
XCMG CONSTRUCTION MACHIN-A	4,118	112.7	40.9	25.0	57.34	23.02	19.58	1.2	1.3	1.2	1.0	3.3	5.5
일본													
KOMATSU LTD	25,779	13.1	28.1	23.9	6.93	12.10	10.66	1.2	1.8	1.7	8.7	6.5	7.2
HITACHI CONSTRUCTION MACHINE	5,830	43.2	94.0	29.1	8.25	14.81	11.17	1.0	1.6	1.6	0.3	1.9	5.4
TAKEUCHI MFG CO LTD	941	6.9	11.6	11.2	2.68	4.98	5.36	1.2	1.6	1.5	19.2	15.2	14.3
KUBOTA CORP	21,458	15.7	17.3	15.8	12.03	12.83	11.83	1.7	1.9	1.7	11.2	11.2	11.3
미국/유럽													
CATERPILLAR INC	67,482	28.9	24.4	19.2	16.39	10.89	9.22	4.1	4.4	4.1	13.4	17.6	21.2
DEERE & CO	40,910	18.3	20.3	17.9	6.48	13.77	11.61	4.3	5.0	4.5	23.1	27.6	23.6
TEREX CORP	3,820	33.7	40.1	22.1		18.13	12.19	2.2	2.8	2.6	6.0	6.2	13.2
CNH INDUSTRY	15,810	25.7	26.8	19.4	5.39	8.44	6.79	3.5	3.3	2.7	10.0	10.5	15.3
SANDVIK AB	19,935	20.6	18.3	16.6	10.44	10.58	9.98	3.6	3.7	3.3	19.6	21.3	21.2
UNITED RENTALS INC	10,245	17.6	12.5	11.3	6.15	6.08	5.72	5.4	4.4	3.4	33.7	39.9	29.1
대형 메이커들의 Valuation Ratio 평균			43.5	23.6				2.3	2.2		7.6	10.1	

자료: 하이투자증권 리서치

<표6> 두산인프라코어 올해 추가 최고점에서, 별도의 영업가치는 PER 15배 인정받았다고 (인위적으로) 역산해 볼 수 있음

두산인프라코어 = ㉠ 별도 영업가치 + ㉡ 두산밥켓 지분가치				
계정	2015년	2016년	2017년	
영업이익(별도, 십억원)		-264	46	113
당기순이익(별도)		-719	-56	50
자본총계(별도)		1,887	1,834	1,881
VALUATION RATIOS		EBIT RATIO	PER RATIO	
		14.6	14.9	
㉠ 별도의 영업가치(십억원)		670	746	
두산밥켓 시장 시가총액		3,895	3,863	
지분율		59.4%	59.4%	
두산밥켓 보유지분가치		2,314	2,295	
할인율		40%	40%	
㉡ 두산밥켓 보유지분 가치 또 할인 (십억원)		1,390	1,380	
시가총액 = ㉠ + ㉡		2,060	2,126	
주식수(백만주)	207	207	207	
주가		작년 고점 9,931	최고점 10,250	

자료: 하이투자증권 리서치

실적 & 55:45의 계절성

시장 일각에서는 올해는 강한 턴어라운드 시장이기 때문에, 하반기 계절성이 무더지고 상반기에 준하는 실적 강세가 가능하다는 이야기도 있다. 그러나 아무리 시장 회복이 강해도, 실적의 계절성은 불가피하다고 판단한다. 이는, 2006년부터 2010년까지 시장 성장기에도 여지 없이 55:45의 계절성을 띄웠기 때문이다<표8>.

하반기 매출이 상반기와 같으려면, 상반기의 YoY +21%의 2배 이상인 YoY +45%의 매출 신장이 필요하다. 가능할 수도 있겠지만, 너무 무리한 가정이 아닌가 싶어, 당사는 하반기에 상반기와 비슷한 YoY 22% 회복폭이 지속될 것으로 가정했고, 이에 따라 연간 매출액을 2조4,490억원, 영업이익 1,460억원, 순이익 960억원 예상치를 제시한다.

<표7> 현대건설기계 실적 테이블: 하반기 판매 성장폭 YoY +21%로 가정

현대건설기계(연결)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	6.E+02	536		436	644	683	594	527	2,867	2,225	2,015	2,449	2,476
계절성 YoY	-2.E-01	-22%	5%	6%	15%	28%	24%	21%	-13%	-22%	-9%	22%	1.1%
영업이익	4.E+01	32	20	10	43	36	40	27	-33	-116	101	146	175
금융/기타영업외	8.E+00	9			-10	-2	-6	-6					-24
세전사업이익	5.E+01	42			32	34	35	22				123	152
순이익	4.E+01	33			25	27	27	17				96	114
지배주주순이익	4.E+01	33			25	27	27	17				96	114
영업이익률	7.E-02	6.0%	4.1%	2.2%	6.6%	5.2%	6.8%	5.2%	-1.2%	-5.2%	5.0%	6.0%	7.1%
지배주주순이익률	7.E-02	6.1%			3.9%	3.9%	4.5%	3.2%				3.9%	4.6%
EPS(원)	1.E+04	9,124	2,372	5,134	7,059	7,478	7,458	4,662			27,036	26,656	31,767
BPS(원)					207,084	214,562	222,020	226,681			200,025	226,681	258,448

자료: 하이투자증권 리서치

<그림1> 현대건설기계의 수출을 가능할 수 있는 울산항 수출: 2분기 호조는 당연



자료: 하이투자증권 리서치

<표8> 현대건설기계와 두산인프라코어 건기BG(헤비)의 계절성

두산 건기BG(헤비)	1Q	2Q	3Q	4Q	그해 매출 YoY
05					
06	27%	28%	22%	24%	
07	21%	34%	23%	23%	61%
08	30%	30%	24%	16%	18%
09	26%	24%	22%	28%	6%
10	25%	32%	22%	22%	65%
11	37%	30%	18%	15%	-19%
12	32%	29%	23%	16%	-25%
13	25%	32%	22%	21%	-6%
14	28%	29%	21%	22%	-9%
15	33%	29%	20%	18%	-32%
16	27%	28%	23%	22%	0.1%

현대 계절성	1Q	2Q	3Q	4Q	그해 매출 YoY
05	24%	29%	25%	23%	
06	25%	28%	23%	24%	14%
07	21%	27%	25%	27%	26%
08	30%	29%	28%	12%	17%
09	19%	26%	28%	27%	-33%
10	25%	29%	22%	23%	182%
11	30%	30%	21%	19%	27%
12	31%	27%	23%	19%	-11%
13	29%	31%	21%	19%	-13%
14	30%	28%	23%	19%	-13%
15	30%	31%	21%	18%	-22%
16	24%	29%	26%	21%	-11%

① 평균	28.2%	29.4%	21.7%	20.6%	
	상반기: 57.6%		> 현대 건설기계		
② 성장기	25.4%	29.9%	22.6%	22.0%	
	성장기: 55.3%				
③ 역성장	31.0%	29.7%	20.9%	18.4%	
	역성장: 60.7%				
△ 급성장	23.0%	32.7%	22.3%	22.1%	
	성장기: 55.6%				

① 평균	26.6%	28.7%	23.7%	21.0%	
	상반기: 55.3%				
② 성장기	26.4%	28.6%	23.8%	21.2%	
	성장기: 55.0%				
③ 역성장기	27.2%	28.7%	23.5%	20.6%	
	역성장: 55.9%				

자료: 하이투자증권 리서치

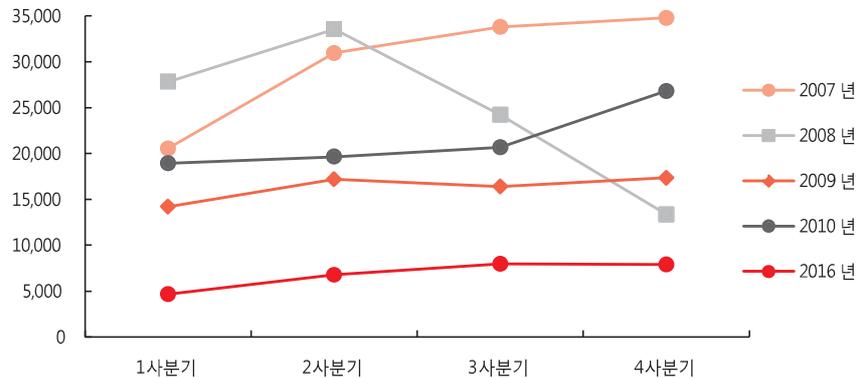
계절성에 따라 하반기 실적은 상반기보다 못하더라도, 다만 주가는 계절성과 관계 없다. 2007년, 2009년, 2016년의 시장 회복/성장기에 하반기 실적은 빠졌지만, 주가는 하반기에도 올랐다. 따라서 올해도 하반기에 YoY 성장폭이 유지될 경우 주가 강세는 지속될 수 있다.

<그림2> 매출 계절성으로 하반기 감익이더라도, 시장 성장시기에 주가는 하반기 오른 적이 더 많아..

오른쪽 분기 평균 주가의 상반기 하반기 비교 대상은

건설장비 매출이 전년대비 성장했던 2007년, 2008년, 2009년, 2010년, 2016년 다섯 해

(두산인프라코어 주가, 원)



자료: 하이투자증권 리서치

투자포인트: 대형 장비와 신흥 시장 강자, CNHI와의 OEM

<그림3> 대형에 강한 현대건설기계: 러시아로 나갈~나간 120톤 초대형 굴삭기



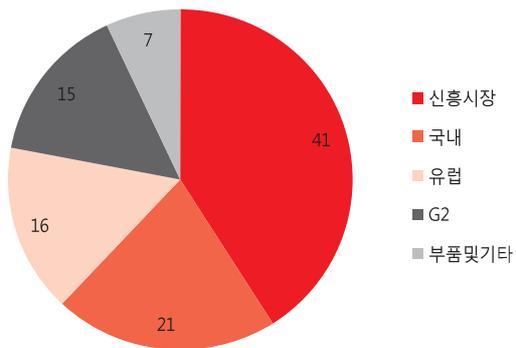
자료: 하이투자증권

<그림4> 현대건설기계의 소형 굴삭기와 CNHI에 OEM 납품하는 소형 장비 출항 전 모습



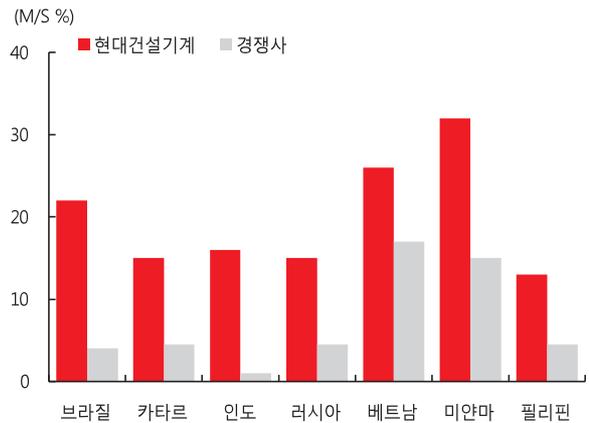
자료: 하이투자증권

<그림5> 2016년의 지역별 매출 비중



자료: 하이투자증권

<그림6> BRICS, 동남아 등 신흥시장에서 입지가 강한 현대건설기계



자료: 하이투자증권

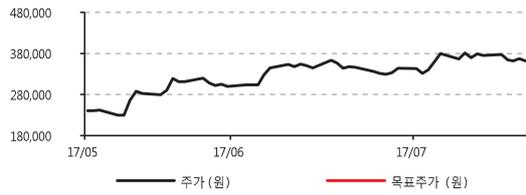
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016E	2017E	2018E	2019E		2016E	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,169	1,312	1,307	1,359	매출액	1,693	2,449	2,476	2,579
현금 및 현금성자산	264	152	166	190	증가율(%)	-	44.7	1.1	4.2
단기금융자산	-	-	-	-	매출원가	1,302	2,072	2,068	2,152
매출채권	287	344	316	309	매출총이익	391	377	408	427
재고자산	618	816	825	860	판매비와관리비	279	231	233	243
비유동자산	633	623	632	640	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	613	623	632	640	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	-	-	-	-	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,802	1,935	1,939	1,999	영업이익	111	146	175	184
유동부채	542	592	522	481	증가율(%)	-	31.3	19.4	5.6
매입채무	209	306	279	273	영업이익률(%)	6.6	6.0	7.1	7.2
단기차입금	330	281	239	203	이자수익	-	0	0	0
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	-	3	3	3
비유동부채	543	531	490	457	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-	-21	-20	-
장기차입금	466	419	378	340	세전계속사업이익	111	123	152	182
부채총계	1,086	1,123	1,013	939	법인세비용	27	27	38	47
지배주주지분	-	812	926	1,061	세전계속이익률(%)	6.6	5.0	6.1	7.0
자본금	18	18	18	18	당기순이익	81	96	114	134
자본잉여금	-	-	-	-	순이익률(%)	4.8	3.9	4.6	5.2
이익잉여금	-	96	209	344	지배주주귀속 순이익	-	96	114	134
기타자본항목	699	699	699	699	기타포괄이익	-	-	-	-
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	81	96	114	134
자본총계	717	812	926	1,061	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표				
	2016E	2017E	2018E	2019E		2016E	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	-	-137	101	97	주당지표(원)				
당기순이익	81	96	114	134	EPS		35,380	31,767	37,498
유형자산감가상각비	-	31	31	32	BPS		226,681	258,448	295,946
무형자산상각비	-	-	-	-	CFPS		46,813	40,506	46,356
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS		-	-	-
투자활동 현금흐름	-	-40	-40	-40	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-	-40	-40	-40	PER		12.0	13.4	11.3
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR		1.9	1.6	1.4
금융상품의 증감	-	-	-	-	PCR		9.1	10.5	9.2
재무활동 현금흐름	-	-96	-84	-74	EV/EBITDA		11.7	9.6	8.7
단기금융부채의증감	-	-50	-42	-36	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-47	-42	-38	ROE		23.5	13.1	13.5
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	6.6	7.2	8.3	8.4
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	151.4	138.2	109.3	88.5
현금및현금성자산의증감	-	-112	14	24	순부채비율	74.2	67.4	48.6	33.2
기초현금및현금성자산	-	264	152	166	매출채권회전율(x)	11.8	7.8	7.5	8.3
기말현금및현금성자산	264	152	166	190	재고자산회전율(x)	5.5	3.4	3.0	3.1

자료 : 현대건설기계, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자등급추이

의견제시 일자	투자의견	목표가격
2017-08-07	Hold	450,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자 : 최광식)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2%	10.8%	-