

2017.11.20



2018년 건설기계 전망

- 중국 다음, 신흥시장이 중심에 놓이면
현대건설기계가 최고의 선택

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

Analyst 원민석
(2122-9193) ethan.won@hi-ib.com

Contents

- 4 I. 뜨거운 업황
- 14 II. ① 중국 → 다음 신흥시장 사이클 & ② 2018년 Growth
- 22 III. 현대건기: 2018년은 신흥국 사이클: 최선호주 불가피
- 30 IV. 두산인프라코어: 12만대, 다음은 12만±알파
- 42 V. 두산밥캣: 오버행과 프로모션 vs. 강력한 출하-재고 회복

Summary

■ 뜨거운 건설기계 업황은 2018년에도 뜨거울 것

- 2017년 탭티어 건설기계 메이커들은 아웃룩을 상향 조정하기에 바빴고, 각 지역별 애널리스트들의 컨센서스도 계속 상향 중
- 2018년에 대한 매출 성장폭 컨센서스는 헤비 메이커 6개사 전체가 2018년 +10% 안팎으로, 2017년보다 다소 완만해지는 것으로 제시되고 있지만, 2017년초에도 올해 매출 성장 컨센서스는 1%대에 불과했었음
- 2018년에도 실제 지속적인 산업 확장을 기대: ER(이익수정비율)을 계속 관측하며, 꺾이지 않는다면 계속 건설기계 산업을 BUY & HOLD 하는 전략이 유효

■ 2018년은 중국이 더 성장할 수 있을까?

- 2017년 중국의 2배 이상 시장 회복은 연초 아무도 기대하지 못했던 서프라이즈였고, 중국 시장 노출이 상대적으로 큰 두산인프라코어의 실적 턴어라운드가 가장 큼
- 그런데, 2017년 12x만대까지 정상화(?)된 것으로 판단하는 중국시장은 2018년 성장폭이 완만해지는 것은 너무도 당연한 것
- 당사는 12만대가 딱 정상적인 수준이어서 판매대수가 오히려 감소할 수도 있지만,
- 대신 주택에서 인프라투자로 넘어가는 중국 투자 환경에 따라 중대형 판매가 늘고 ASP가 상승해 중국 매출 성장은 지속될 것이라고 판단

■ 2017년 중국이 중심이었다면, 2018년은 신흥시장이 중심에 놓일 것: 현대건설기계

- 2018년은 중국보다는 신흥시장의 시장 성장이 더 가파를 것: 이는 과거 중국 → 신흥시장으로 확산되는 시장 성격, 여러 신흥국들의 경기지표가 호조를 지속, 시장 전망 기관의 예측, 주요 국가의 고정자산 투자가 턴어라운드를 기록 중이기 때문
- 신흥시장을 유망하게 본다면, 신흥시장 노출이 가장 큰 현대건설기계가 탑-다운으로 최선의 선택

■ 투자의견 변경: 현대건설기계 최선호주 및 목표주가 250,000원으로 상향

- 현대건설기계의 목표주가를 기존 225,000원(무상증자 반영)에서 250,000원으로 상향하고 최선호주로 꼽음
- 두산밥캣의 목표주가를 기존 47,000원에서 49,000원으로 상향
- 두산인프라코어 목표주가 12,000원 유지

I. 뜨거운 업황

(십억원)									
회사	계정	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17 ^a	y-y %	q-q %	◎컨센서스 10월30일
두산인프라코어	매출액	1,302	1,376	1,562	1,773	1,585	22%	-11%	1,534
	영업이익	106	100	148	215	144	36%	-33%	138
	지배주주 순이익	43	-227	52	60	52	20%	-14%	41
	영업이익률	8.1%	7.3%	9.5%	12.1%	9.1%	1.0%p	-3.0%p	9.0%
	지배주주순이익률	3.3%	-16.5%	3.3%	3.4%	3.3%	-0.1%p	-0.1%p	2.7%
두산밥캣	매출액	879	921	930	1,075	1,013	15%	-6%	1,010
	영업이익	109	70	93	136	101	-8%	-26%	108
	지배주주순이익	48	8	42	49	55	15%	12%	54
	영업이익률	12.4%	7.6%	10.0%	12.6%	10.0%	-2.5%p	-2.7%p	10.7%
	지배주주순이익률	5.4%	0.8%	4.5%	4.6%	5.4%	0.0%p	0.9%p	5.3%
현대건설기계	매출액	477	436	644	683	613	29%	-10%	630
	영업이익	20	10	43	36	44	123%	23%	42
	지배주주순이익	9	18	25	27	33	284%	21%	31
	영업이익률	4.2%	2.2%	6.6%	5.2%	7.2%	3.1%p	2.0%p	6.7%
	순이익률	1.8%	4.2%	3.9%	3.9%	5.3%	3.5%p	1.4%p	4.4%

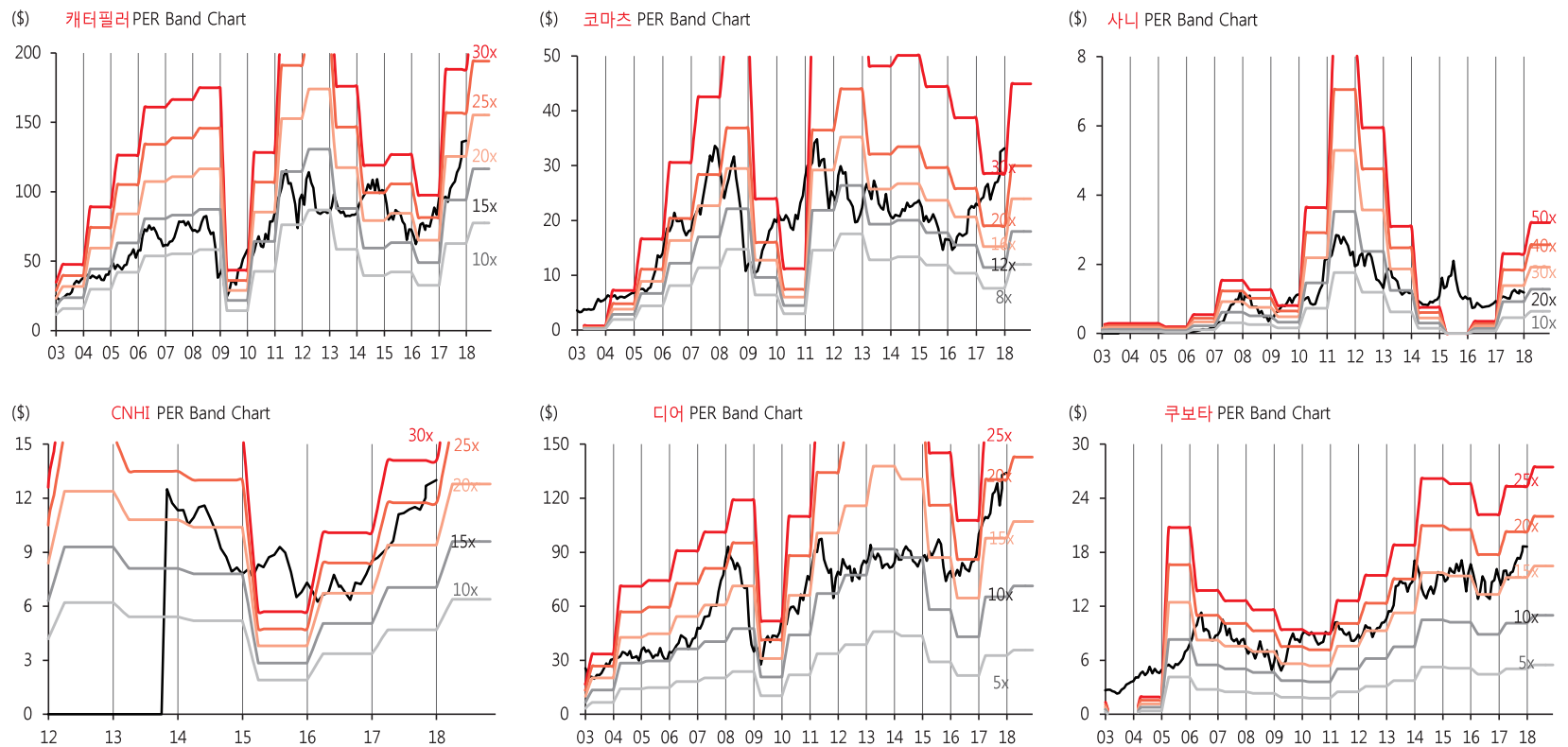
지역별 성장률			3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17@			
중대형										
두산인프라코어	曰		NAO	-11%	-7%	-5%	-8%	16%		
			EMEA	10%	11%	-3%	3%	12%		
			CHINA	12%	77%	62%	123%	143%	중국	2배~3배
			APEM	12%	17%	35%	18%	12%	신흥시장	12%~40%
			OTHERS	-67%	-55%	-6%	17%	12%	↳ 내수	34%
현대건설기계	曰	신 흥 시 장		러시아 / CIS			342%	53%		
				중남미			17%	67%		
				인도 (생산)			48%	29%		
				중국 (생산)			246%	214%		
				기타 지역			-10%	-1%		
		계				47%	40%			
		내수 시장				36%	34%			
	선 진 시 장		북미 (판매)			35%	19%			
			유럽 (판매)			3%	5%			
			CNHI				NEW	1773%		
			대양주			9%	-18%			
		계				36%	22%			

I. 뜨거운 업황

글로벌 건설기계 메이커들 주가는 상승세

- 실적/EPS 상향 조정과 함께 주가는 더 크게 올랐고 VALUATION도 레벨업
- 글로벌 탑티어들의 PER은 25배 안팎에서 거래 중

<그림1> 글로벌 건설기계 제조사 PER Band Chart



자료: 하이투자증권 리서치센터

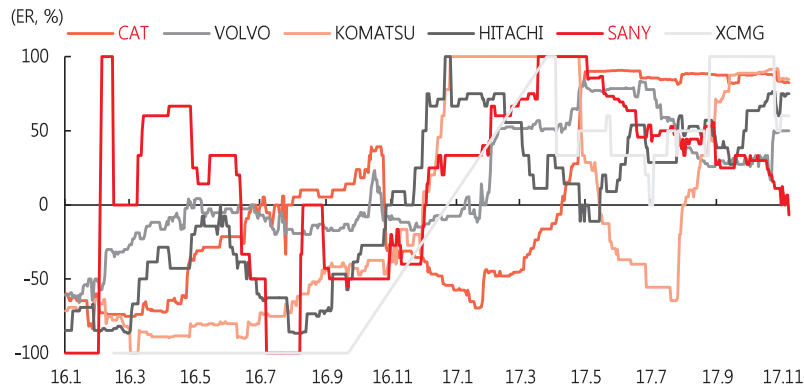
I. 뜨거운 업황

그러나 지금 판이 어떻게 돌아가는지 알 수가...

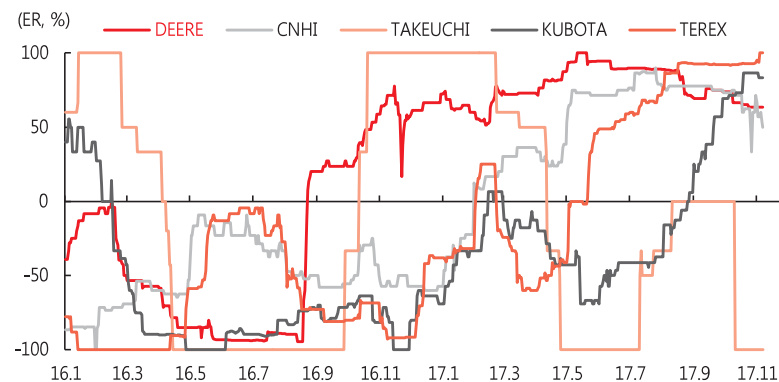
- 중국을 제외하고는 지역별 월 판매 동향 등을 알 수 없거나, 실적 발표 이후에 각 회사별 판매 데이터로 확인해야 하는 산업: DATA 부족하거나 느리거나...
- 따라서 각사별(의 지역별) 영업활동을 잘 담아내는 실적 추정치의 조정세를 지켜보는 것이 최선

<그림2> 글로벌 건설기계 제조사 ER(Earnings Revision) 추이

▼ 글로벌 HEAVY 건설 메이커 5사의 ER



▼ 농기계/로드/라이트 건설기계 메이커 5사의 ER



이익수정비율 (Earnings Revision Ratio, ER)

ER = (실적 추정 상향 횟수-실적 추정 하향 횟수) / 전체 실적 추정 횟수

이익수정비율(ER)은 올해 실적 전망치가 높아진 증권사 보고서 수에서 낮아진 보고서 수를 뺀 후 전체 보고서 수로 나눈 값이다.

ER이 100%라면 지난 3개월간 증권사에서 추정한 이익 추정이 모두 상향됐음을 의미하며, 반대로 -100%라면 지난 3개월간 증권사에서 추정한 이익 추정이 모두 하향됐음을 의미한다.

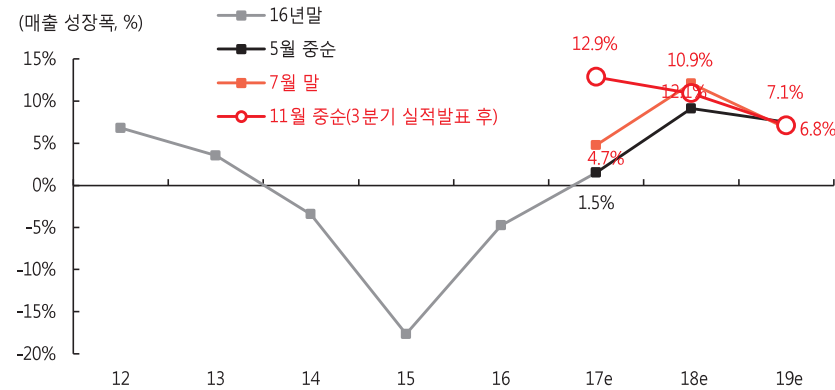
I. 뜨거운 업황

2017년의 연초 매출 컨센서스는 크게 틀렸고

- 2017년 매출 성장폭 연초 2% → 3분기 실적발표 후 13%로 상향: 연초에 이렇게 가파른 시황 회복을 가늠치 못했던 것
- 현재로서는 2018년의 매출 Growth가 Flat한 것으로 예상하지만, 상당히 예단하기 어려운 부분: 결국 경기 호조가 지속되면, 2018년도 올해와 같이 컨센서스가 상향 조정될 가능성이 열려있음
- 또는 컨센서스가 맞아 떨어지더라도 2년 연속 10% 안팎의 매출성장과 이익의 그 이상 성장은 건설기계 업황의 투자매력을 담보

<그림3> 글로벌 건설기계 제조사 컨센서스 추이

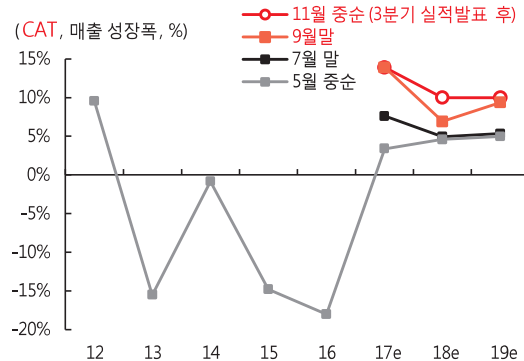
▼ 글로벌 HEAVY 건설 메이커 6사의 매출액 컨센서스 상향 조정 중



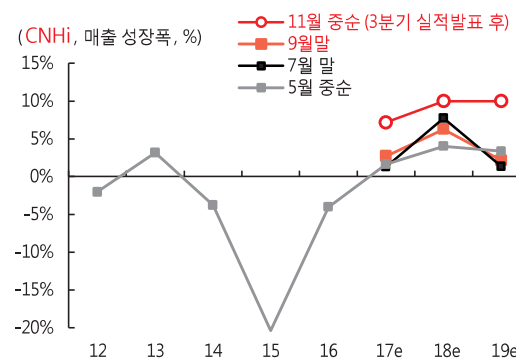
컨센서스
상향, 상향

HEAVY 건설 메이커 6사:
Caterpillar, Komatsu,
Hitachi, Sany, XCMG,
VOLVO

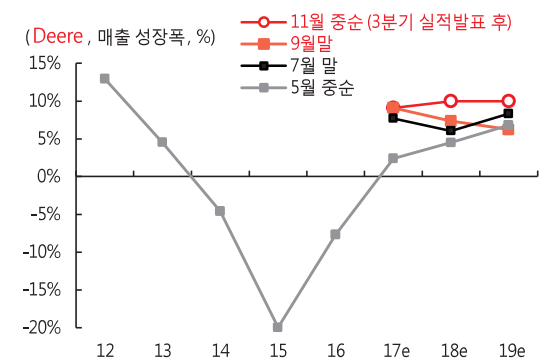
▼ CAT: 2018년 매출 상향 조정



▼ CNHi: 2018년~2019년 상향



▼ DEER: 2018년 매출 상향 조정



자료: 하이투자증권 리서치센터

I. 뜨거운 업황

해외 PEER GROUP들의 아웃룩

- 컨센서스 외에도, CAT, DEERE, CHNI 등 탑티어 건설장비 메이커들은 실적발표를 통해 가이드언스를 계속 상향 조정 중
- 2Q 3Q 연속 가이드언스를 상향

<그림4> 해외 건설기계 Peer Group 가이드언스 변천

▽ Joahn Deere의 Construction 부문 매출 예상

항목	이전 예상치	→	2017e
Construction 매출	~ 13%	△	~ 15%
전체 매출	~ 9%	△	~ 10%
Price realization	~1p		~1p

가이드언스
상향

▽ CAT의 2017 OUTLOOK

CAT	2016	2017년4월	2017년7월	2017년10월	아웃룩 상향폭
매출	\$38.5십억	\$38십억~\$41십억	\$42십억~\$44십억	\$44십억	29%
부문별 YoY					
Construction			△ 10% ~ 15%	△ 20%	
Resource			△ 20% ~ 25%	△ 30%	
Energy & Transp.			△ 05% ~ 10%	△ 10%	
EPS	(\$0.11)	\$2.10	\$3.50	\$4.60	119%
Restructuring Costs	1.02	1.25	1.20	1.30	
Adjusted Profit / share	\$3.42	\$3.75	\$5.00	\$6.25	67%

(십억\$, \$)

I. 뜨거운 업황

해외 PEER GROUP들의 아웃룩

- 밥캣의 라이벌이자, 현대건설기계에서 소형 굴삭기를 OEM하는 유럽 중심의 CNHi는 지역별, LIGHT/HEAVY 장비의 시장전망을 조금 더 상세히 제시하는데
- 연초 기대보다 아시아 시장이 크게 좋아졌고, 북미나, 유럽에 대한 가이드언스도 소폭 상향 조정
- 자원국의 상징인 남미의 경우 아직 5% 이하 성장을 기록에 불과한데, 역설적으로 세계 건설기계 시장의 추가 상승동력이 남았다고 기대해보아도 무방

<그림5> 밥캣이 라이벌 CNHi의 해외 건설기계 Peer Group 가이드언스 변천

▽ CNHi의 2017년 가이드언스

	17년4월	17년7월17일	17년10월31일
매출	\$23십억\$ ~ \$24십억	\$24십억	\$25.0십억~\$25.5십억
조정 EPS	\$0.39 ~ \$0.41	\$0.41	\$0.44 ~ \$0.46
순차입금	\$1.4십억 ~ \$1.6십억		\$1.5십억 ~ \$1.7십억

가이드언스
상향

▽ CNHi가 바라보는 시장 성장폭 @ 2Q17 & 2017 시장전망

지역		2Q17		2017E			
		LIGHT	HEAVY	LIGHT	전망 조정	HEAVY	전망 조정
북미	NAFTA	10%	8%	5%	△	0%~5%	△
유럽	EMEA	3%	5%	5%	△	5%	△
라틴	LATAM	10%	5%	0%~5%		0%~5%	
아시아	APAC	26%	65%	0%~5%		5%~10%	
전체		5.0%	20.8%				

지역		3Q17		2017E			
		LIGHT	HEAVY	LIGHT	전망 조정	HEAVY	전망 조정
북미	NAFTA	15%	8%	10%	△	0%~5%	
유럽	EMEA	10%	6%	5% - 10%	△	5% - 10%	△
라틴	LATAM	1%	15%	0%~5%	-	10%	△
아시아	APAC	25%	58%	20%~25%	▲	35%~40%	▲

I. 뜨거운 업황

해외 Peer Group

<그림6> 해외 건설기계 Peergroup 3Q17 Review 및 실적 전망

<표1> 코마츠 3Q17 Review (백만USD, %)																
	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17@	y-y	q-q	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	3,976	3,939	5,074	5,051	5,387	35.5%	6.7%	21,567	25,116	22,813	19,508	18,089	15,464	16,678	20,036	21,308
영업이익	336	392	591	472	543	61.7%	15.1%	2,609	3,249	2,561	2,401	2,213	1,739	1,610	1,890	2,552
순이익	214	282	397	328	589	174.9%	79.8%	1,764	2,117	1,529	1,593	1,408	1,146	1,049	1,278	1,688
영업이익률	8.4%	10.0%	11.6%	9.3%	10.1%	1.6%p	0.7%p	12.1%	12.9%	11.2%	12.3%	12.2%	11.2%	9.7%	9.4%	12.0%
순이익률	5.4%	7.2%	7.8%	6.5%	10.9%	5.5%p	4.4%p	8.2%	8.4%	6.7%	8.2%	7.8%	7.4%	6.3%	6.4%	7.9%

<표2> 히타치건설기계 3Q17 Review (백만USD, %)																
	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17@	y-y	q-q	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	1,697	1,574	2,174	1,903	2,062	21.5%	8.3%	9,054	10,356	9,347	8,018	7,458	6,322	6,974	7,622	8,097
영업이익	7	35	136	152	202	2843.6%	2.4%	486	695	623	748	577	284	219	525	663
순이익	38	2	48	86	144	281.6%	67.6%	130	292	284	357	238	73	74	264	364
영업이익률	0.4%	2.2%	6.3%	8.0%	9.8%	9.4%p	1.8%p	5.4%	6.7%	6.7%	9.3%	7.7%	4.5%	3.1%	6.9%	8.2%
순이익률	2.2%	0.2%	2.2%	4.5%	7.0%	4.8%p	2.5%p	1.4%	2.8%	3.0%	4.5%	3.2%	1.2%	1.1%	3.5%	4.5%

<표5> 캐터필러 3Q17 Review (백만USD, %)																
	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17@	y-y	q-q	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	9,160	9,574	9,822	11,331	11,413	24.6%	0.7%	42,588	60,138	65,875	55,656	55,184	47,011	38,537	44,345	47,397
영업이익	481	-1,262	417	1,251	1,577	227.9%	26.1%	3,963	7,153	8,573	5,628	3,314	3,785	498	4,972	6,494
순이익	283	-1,171	192	802	1,059	274.2%	32.0%	2,700	4,928	5,681	3,789	2,452	2,512	-67	3,771	4,572
영업이익률	5.3%	-13.2%	4.2%	11.0%	13.8%	8.6%p	2.8%p	9.3%	11.9%	13.0%	10.1%	6.0%	8.1%	1.3%	11.2%	13.7%
순이익률	3.1%	-12.2%	2.0%	7.1%	9.3%	6.2%p	2.2%p	6.3%	8.2%	8.6%	6.8%	4.4%	5.3%	-0.2%	8.5%	9.6%

<표8> CNH 인더스트리얼 3Q17 Review (백만USD, %)																
	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17@	y-y	q-q	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	5,749	6,998	5,681	6,948	6,630	15.3%	-4.6%	#N/A	33,480	32,801	33,836	32,555	25,912	24,872	25,971	27,151
영업이익	462	644	439	706	533	15.4%	-24.5%	#N/A	2,839	2,836	2,898	2,806	2,298	2,167	1,565	1,938
순이익	39	95	46	242	53	35.9%	-78.1%	#N/A	545	756	677	710	253	-252	610	878
영업이익률	8.0%	9.2%	7.7%	10.2%	8.0%	0.0%p	-2.1%p	N/A	8.5%	8.6%	8.6%	8.6%	8.9%	8.7%	6.0%	7.1%
순이익률	0.7%	1.4%	0.8%	3.5%	0.8%	0.1%p	-2.7%p	N/A	1.6%	2.3%	2.0%	2.2%	1.0%	-1.0%	2.3%	3.2%

자료: 하이투자증권 리서치센터

YoY 성장

CNHI 15%

~

Komatsu 35%

글로벌 건기 메이커들의
매출 및 이익턴어라운드 강력히
진행형

매출단보다 이익단에서 더 큰 레
버리지 효과를 확인할 수 있음

I. 뜨거운 업황

건설기계 부품5사

- 3분기에도 건설기계 부품5사는 전년동기 매출 28%~316%, 영업이익 28%~295% 성장하며, 건설기계 메이커3사보다 더 강력한 턴어라운드를 시현 중

<그림7> 국내 건설기계 부품5사의 3Q17 Review 및 실적 컨센서스

디와이파워	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P(a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	GAP(a)/(b)-1)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	51	59	76	87	80	55.7%	-8.5%	69	16.5%	248	229	299	333	350
영업이익	3	3	8	10	8	173.4%	-22.5%	7	23.1%	10	14	31	36	39
세전이익	4	2	8	11	8	93.2%	-28.8%	6	28.0%	4	12	32	33	35
순이익	3	2	7	9	7	101.4%	-29.5%	5	30.5%	2	10	26	27	28
영업이익률	5.7%	5.5%	10.4%	11.9%	10.0%	4.3%p	-1.8%p	9.5%	0.5%p	4.1%	6.1%	10.4%	10.9%	11.0%
순이익률	6.3%	3.3%	8.9%	10.6%	8.2%	1.9%p	-2.4%p	7.3%	0.9%p	0.7%	4.2%	8.5%	8.0%	8.1%

진성티씨	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P(a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	GAP(a)/(b)-1)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	42.4	44.0	53.9	58.4	64.7	52.7%	10.7%	59	9.6%	177	178	233	276	314
영업이익	3.0	2.3	5.1	5.1	5.2	71.7%	3.1%	5	1.6%	15	11	20	27	33
세전이익	0.6	4.6	2.5	5.8	5.1	811.9%	-11.5%		N/A	16	12	21	30	35
순이익	0.6	3.7	1.8	4.2	4.5	674.9%	7.6%		N/A	13	10	15	22	26
영업이익률	7.2%	5.3%	9.4%	8.7%	8.1%	0.9%p	-0.6%p	8.7%	-0.6%p	8.4%	6.5%	8.7%	9.7%	10.6%
순이익률	1.4%	8.5%	3.3%	7.1%	6.9%	5.6%p	-0.2%p		6.9%p	7.2%	5.6%	6.4%	8.0%	8.2%

대창단조	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P(a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	GAP(a)/(b)-1)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	50.5	64.3	60.4	63.1	64.9	28.3%	2.9%	61	5.7%	231.3	213.4	257.0	295.6	310.3
영업이익	3.7	3.3	4.6	4.8	4.8	28.0%	-1.3%	4	8.1%	18.9	16.5	19.0	22.1	23.5
세전이익	2.9	5.7	3.0	5.9	5.7	98.5%	-3.3%	4	34.8%	22.1	18.6	19.5	24.0	25.3
순이익	2.0	4.5	2.0	4.7	3.9	95.4%	-16.6%	3	38.8%	15.7	13.9	14.0	18.5	19.6
영업이익률	7.3%	5.1%	7.6%	7.6%	7.3%	0.0%p	-0.3%p	7.2%	0.2%p	8.2%	7.7%	7.4%	7.5%	7.6%
순이익률	3.9%	7.0%	3.3%	7.4%	6.0%	2.1%p	-1.4%p	4.6%	1.4%p	6.8%	6.5%	5.4%	6.3%	6.3%

흥국	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P(a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	GAP(a)/(b)-1)	2015	2016	2017E
매출액	15.5	17.1	21.3	23.3	64.7	316.2%	177.7%		N/A	64	63	77
영업이익	1.3	1.3	2.6	2.4	5.2	295.1%	114.5%		N/A	3	5	9
세전이익	1.2	1.0	2.5	2.6	5.1	308.8%	95.1%		N/A	2	4	8
순이익	1.0	0.9	2.0	2.0	4.5	363.6%	127.2%		N/A	1	4	7
영업이익률	8.5%	7.4%	12.0%	10.5%	8.1%	-0.4%p	-2.4%p		8.1%p	4.1%	8.2%	11.0%
순이익률	6.2%	5.1%	9.2%	8.5%	6.9%	0.7%p	-1.5%p		6.9%p	2.2%	5.8%	8.4%

동일금속	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P(a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	GAP(a)/(b)-1)	2015	2016
매출액	13	14	16	18	18	31.4%	-1.1%		N/A	76	59
영업이익	0	0	1	1	1	흑전	29.7%		N/A	7	2
세전이익	0	0	1	1	1	193.9%	17.2%		N/A	10	5
순이익	0	0	1	1	1	150.2%	19.3%		N/A	8	4
영업이익률	-1.1%	-1.1%	3.8%	3.2%	4.1%	5.2%p	1.0%p		4.1%p	8.7%	2.7%
순이익률	3.3%	0.9%	6.7%	5.2%	6.3%	3.0%p	1.1%p		6.3%p	10.4%	6.1%

5사 합산	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P(a)	y-y	q-q
매출액	173.2	197.5	227.4	249.9	291.8	68.5%	16.8%
영업이익	10.9	9.9	20.7	23.2	24.0	120.5%	3.1%
세전이익	9.3	13.6	17.6	26.6	25.3	172.7%	-5.1%
순이익	7.2	11.1	13.6	21.0	20.5	183.7%	-2.4%
영업이익률	6.3%	5.0%	9.1%	9.3%	8.2%	1.9%p	-1.1%p
세전이익률	5.3%	6.9%	7.7%	10.7%	8.7%	3.3%p	-2.0%p
순이익률	4.2%	5.6%	6.0%	8.4%	7.0%	2.8%p	-1.4%p

3Q 매출 YoY
+69%
영업이익
+121%

I. 뜨거운 업황

피어그룹 밸류에이션

- 글로벌 피어그룹들은 25배 안팎의 VALUATION을 인정받고 시장에서 거래 중
- 당사는 한국의 건설기계 3사의 타겟 PER로 컴팩트_로드 1위 밥캣은 20배, 헤비 메이커 2nd Tier 현대건설기계와 두산인프라코어는 15배를 부여

<그림8> 글로벌 건설기계 Peergroup Valuation 비교

▼ 피어그룹 VALUATION 비교표

회사	시가총액	PER			EV/EBITDA			PBR			ROE		
	(백만\$)	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
건설장비													
한국													
두산인프라코어	1,813		10.1	8.6	9.09	7.55	7.10	0.9	1.0	0.9	-6.0	9.6	10.4
두산밥캣	3,248	16.5	16.8	13.7	8.91	8.51	8.01	1.1	1.0	1.0	5.8	6.4	7.5
중화													
SANY HEAVY INDUSTRY CO LTD-A	9,083	228.5	26.0	18.5	34.52	13.26	10.92	2.0	2.4	2.2	-0.2	9.4	12.3
XCMG CONSTRUCTION MACHIN-A	3,884	112.7	34.4	21.5	57.34	18.52	16.69	1.2	1.2	1.1	1.0	4.1	6.0
일본													
KOMATSU LTD	32,595	13.1	36.3	22.1	6.93	16.62	12.64	1.2	2.3	2.1	8.7	6.5	9.7
HITACHI CONSTRUCTION MACHINE	7,624	43.2	125.5	25.9	8.25	18.49	11.75	1.0	2.2	2.1	0.3	1.9	7.4
TAKEUCHI MFG CO LTD	1,070	6.9	13.5	12.8	2.68	6.02	6.55	1.2	1.9	1.7	19.2	15.2	14.3
KUBOTA CORP	23,635	15.7	19.0	17.5	12.03	13.46	12.44	1.7	2.1	1.9	11.2	11.4	11.4
미국/유럽													
CATERPILLAR INC	81,928	28.9	21.8	17.6	16.39	11.23	9.48	4.1	5.3	4.6	13.4	23.7	26.6
DEERE & CO	43,475	18.3	20.9	18.9	6.48	12.68	11.36	4.3	5.0	4.6	23.1	25.9	23.5
TEREX CORP	3,920	33.7	37.2	21.4	#N/A	N/A	15.74	2.2	3.1	2.7	6.0	9.8	18.0
CNH INDUSTRY	17,810	25.7	27.3	20.3	5.39	7.90	7.28	3.5	3.6	3.2	10.0	12.8	16.9
SANDVIK AB	22,736	20.6	20.7	18.9	10.44	11.70	11.00	3.6	4.3	3.8	19.6	22.1	22.0
VOLVO AB-A SHS	42,384	16.4	16.7	15.4	8.91	10.42	9.88	2.3	3.1	2.8	16.2	20.4	19.4
UNITED RENTALS INC	12,551	17.6	14.6	12.4	6.15	6.64	5.87	5.4	5.3	4.0	33.7	40.5	32.7
Heavy 평균													
		73.8	22.5	20.2									
로더 평균													
		20.0	23.6	18.2									

탑티어
25배 안팎

당사 타겟
밥캣 20배,
현건기 15배



II. ① 중국 → 다음 신흥시장 사이클 & ② 2018년 Growth

회사명	(십억원)	현대 건설기계	두산 인프라코어	두산 밥캣
Top-Picks		최선호주		선호주
2017 목표주가		250,000	13,000	50,000
증가 (2017 .11.16)		165,000	9,580	33,800
상승여력		52%	36%	48%
(십억원)	2015	2,225	5,965	4,041
	2016	2,011	5,730	3,950
	2017E	2,481	6,508	4,059
	2018E	3,191	6,874	3,661
	2019E	3,421	7,049	3,808
영업이익	2015	-116	-95	386
	2016	102	491	414
	2017E	153	① 661	439
	2018E	② 235	729	471
	2019E	245	766	514
영업이익률	2015	-5.2%	-1.6%	9.5%
	2016	5.0%	8.6%	10.5%
	2017E	6.2%	10.2%	10.8%
	2018E	7.4%	10.6%	12.9%
	2019E	7.2%	10.9%	13.5%
지배주주순이익	2015	0	-819	137
	2016	97	63	169
	2017E	101	211	203
	2018E	155	281	263
	2019E	176	322	302
순이익률	2015	0.0%	-13.7%	3.4%
	2016	4.8%	1.1%	4.3%
	2017E	4.1%	3.2%	5.0%
	2018E	4.9%	4.1%	7.2%
	2019E	5.1%	4.6%	7.9%

(십억원 , 원, %)			
	현대 건설기계	두산 인프라코어	두산 밥캣
Target PBR 17	2.1	1.6	1.4
Target PE	24	13	25
시가총액 (조원)	1.6	2.0	3.4
타겟 시총 (조원)	2.5	2.7	5.0
EPS	2015	-3,948	
	2016	27,036	305
	2017E	10,253	1,019
	2018E	15,742	1,355
	2019E	17,775	1,550
PER	2015	-2.3	
	2016	22.4	
	2017E	16.1	9.4
	2018E	10.5	7.1
	2019E	9	6
BPS	2015		9,744
	2016	200,025	9,932
	2017E	121,229	8,018
	2018E	136,972	9,374
	2019E	154,747	10,924
PBR	2015		0.9
	2016		0.7
	2017E	0.8	1.0
	2018E	1.4	1.2
	2019E	1.2	1.0
ROE	2015	0%	-41%
	2016	14%	3%
	2017E	11%	13%
	2018E	12%	14%
	2019E	12%	14%

II. ① 중국 → 다음 신흥시장 사이클 & ② 2018년 Growth

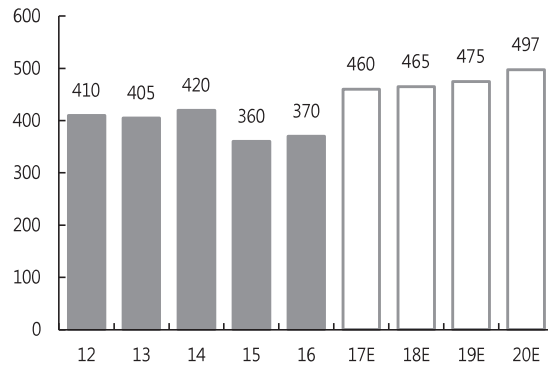
신흥시장을 유망하게 보는 이유 #1: 시장 전망기관 예상

- 건설기계 시장 분석 기관에서는, 벌써 1년 전 2017년의 시장 성장, 그리고 2018년의 완만한 성장을 예상
- 그 중 특히 인도, 브라질과 같은 신흥시장의 성장폭이 FWD 5년간 가파를 것이라는 예상치를 제시: 실제 현대건설기계의 인도 판매는 이미 2016년과 2017년 20% 이상 성장

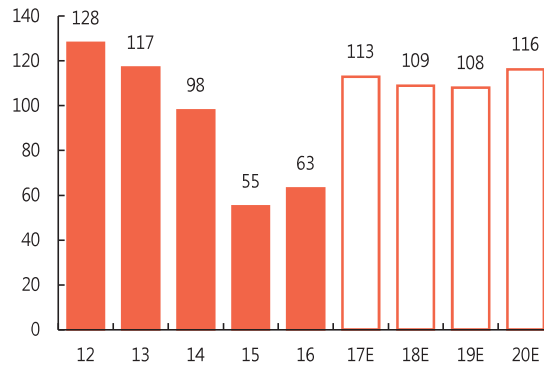
<그림9> 글로벌, 중국, 인도, 브라질 굴삭기 판매량 및 전망

▼ Off - Highway 의 시장 전망치 : 2017년 초

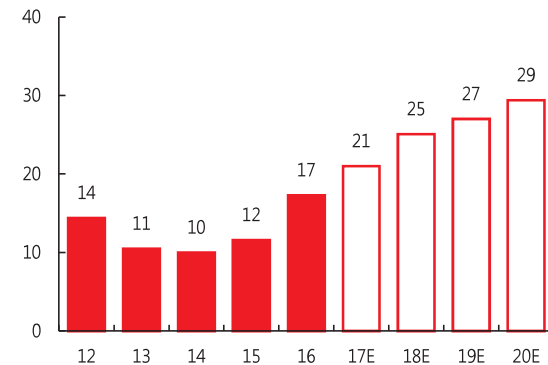
(글로벌 굴삭기, 천대)



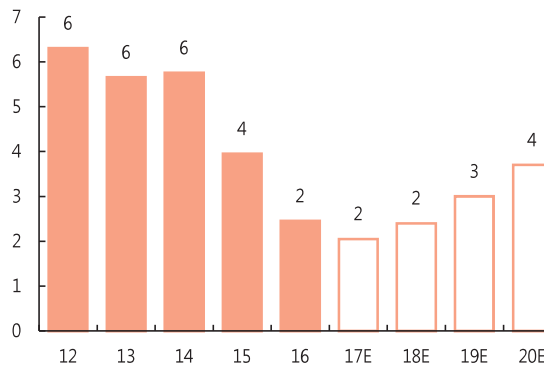
(중국 굴삭기, 천대)



(인도, 천대)



(브라질, 천대)



자원국,
인도!!

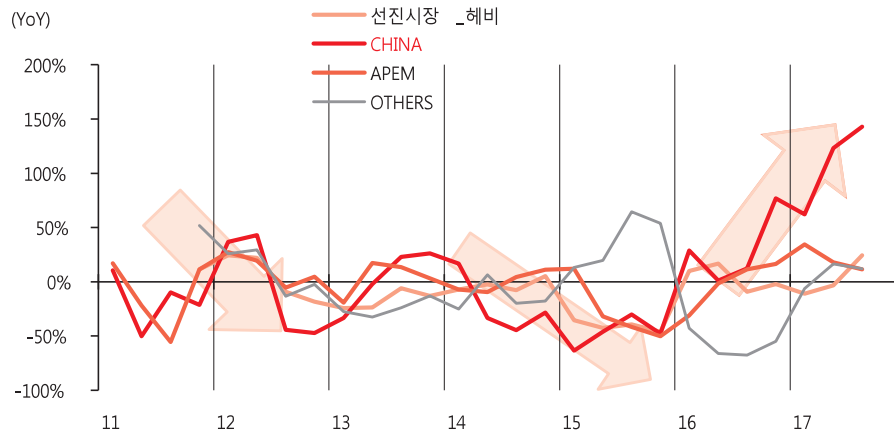
II. ① 중국 → 다음 신흥시장 사이클 & ② 2018년 Growth

이유#2-1) 중국 → 신흥시장의 사이클 경험: 두산인프라코어

- 과거 두산인프라코어의 지역별 판매량을 바탕으로 볼 때, 신흥국가들의 건설기계 시장은 중국 시장에 후행하는 경향을 보임

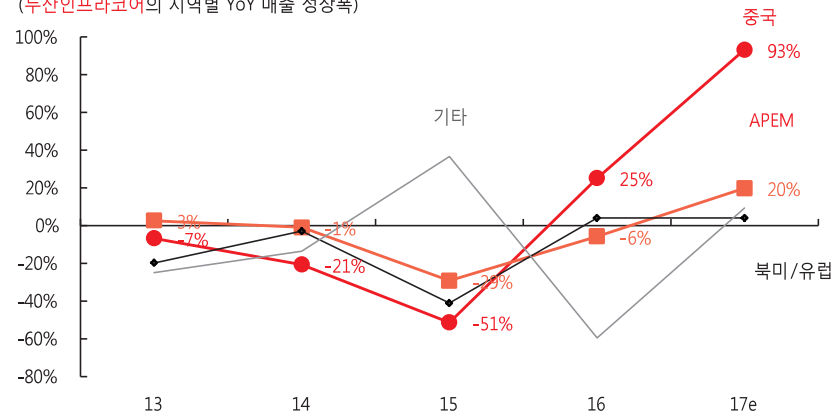
<그림10> 두산인프라코어 지역별 판매량 및 y-y 추이

▼ 두산인프라코어가 설명하는 지역별 판매량: 중국 → 신흥시장



중국
↓
신흥시장

(두산인프라코어의 지역별 YoY 매출 성장폭)



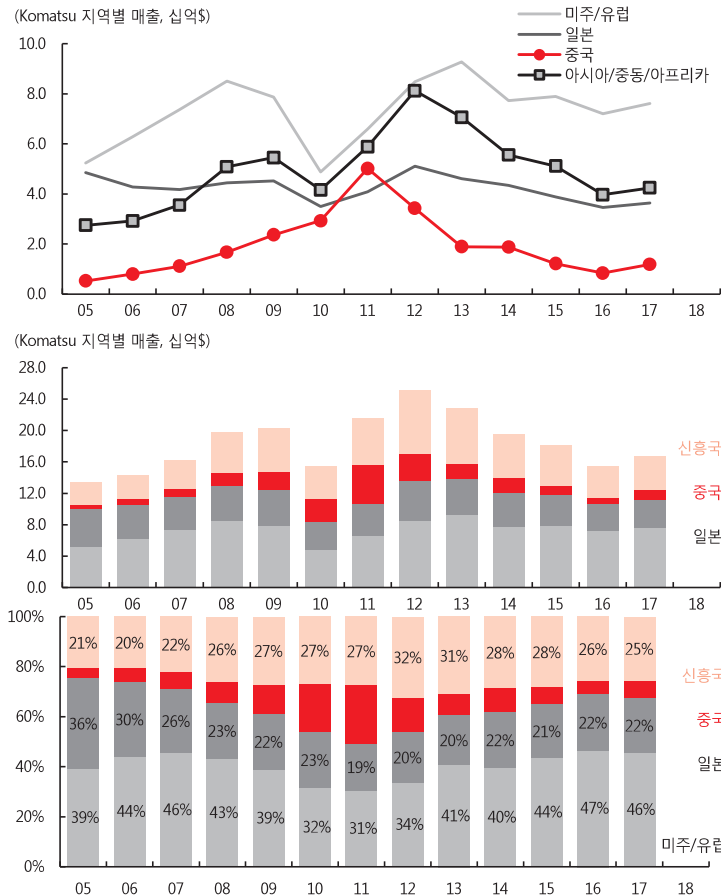
II. ① 중국 → 다음 신흥시장 사이클 & ② 2018년 Growth

이유#2-2) 중국 → 신흥시장의 사이클 경험: 고마츠

- 조금 더 긴 시계열의 Komatsu의 결과를 보아도,
- 중국 건설기계 시장의 성장/하락에 신흥시장(아시아, 중동, 아프리카)은 1년 후행

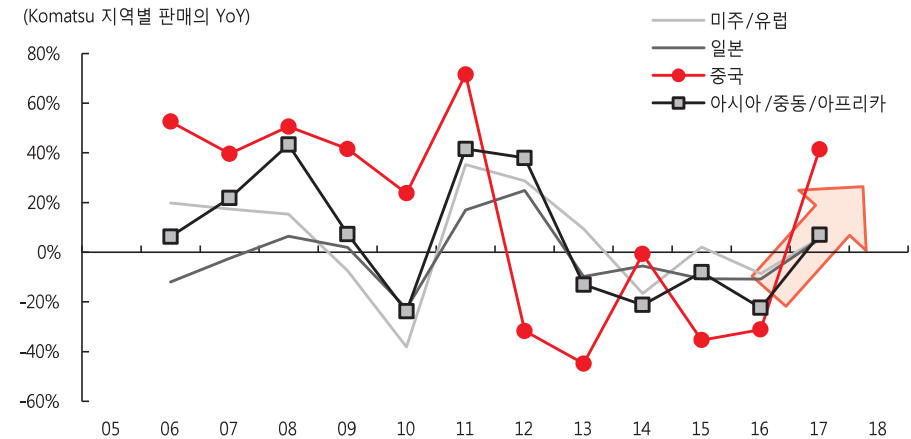
<그림11> Komatsu 지역별 매출 추이: 중국 ~ 신흥국의 시차를 확인할 수 있음

▼ Komatsu의 지역별 매출



중국
↓
신흥시장

▼ Komatsu 중국판매 △ → 신흥시장 △



II. ① 중국 → 다음 신흥시장 사이클 & ② 2018년 Growth

신흥국 시장, 빨강 빨강~

<그림12> 신흥국가별 주요 매크로 지표 추이

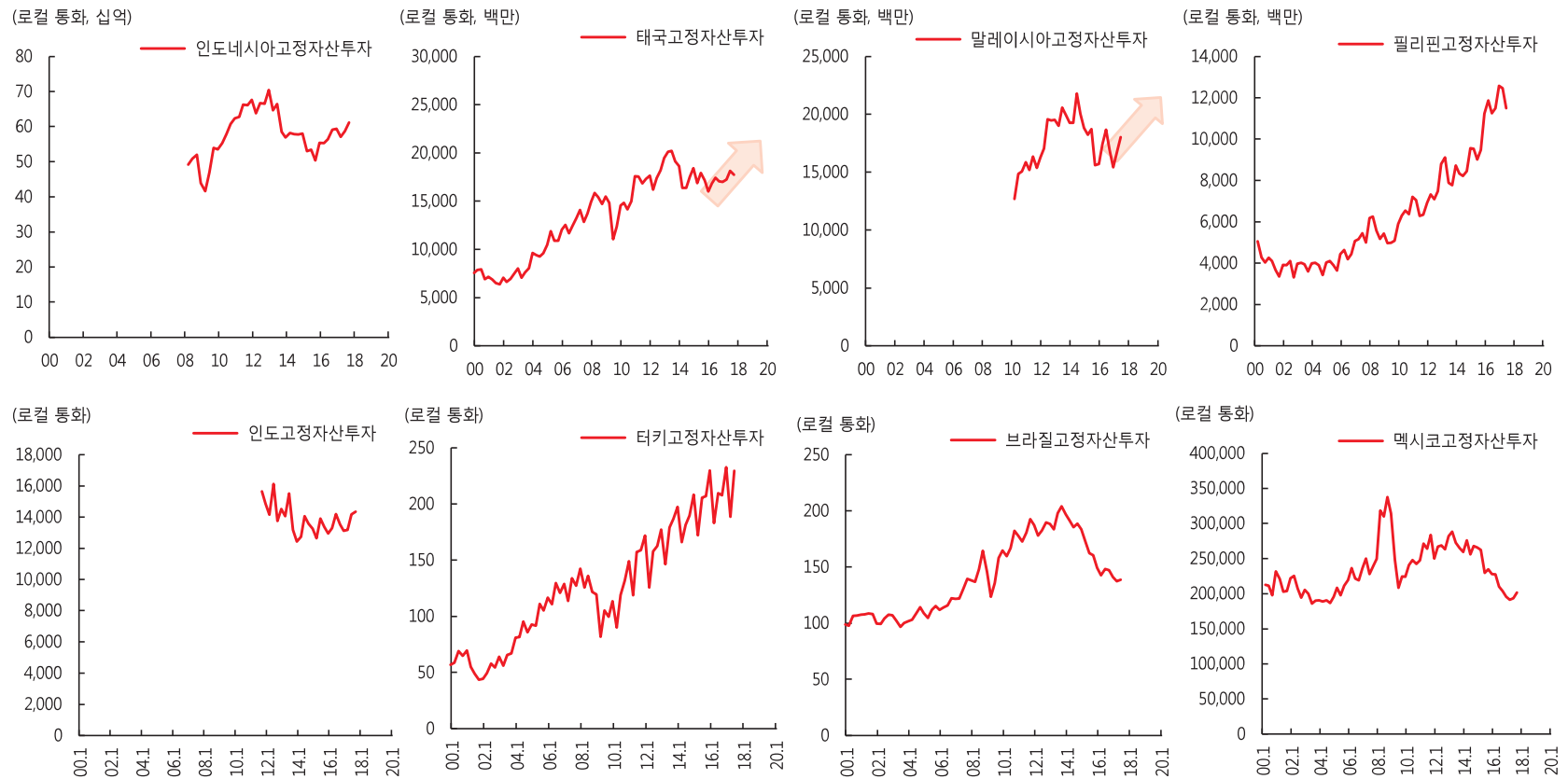
지표	단위	2015 4Q			2016 1Q			2016 2Q			2016 3Q			2016 4Q			2017 1Q			2017 2Q			2017 3Q			2017 4Q		
		10월	11월	12월	01월	02월	03월	04월	05월	06월	07월	08월	09월	10월	11월	12월	01월	02월	03월	04월	05월	06월	07월	08월	09월	10월	11월	12월
GDP 성장률	인도	YoY %			7.2			9.1			7.9			7.5			7.0			6.1		5.7						
	러시아	YoY %			-3.2			-0.4			-0.5			-0.4			0.3			0.5		2.5				1.8		
	인도네시아	YoY %			5.2			4.9			5.2			5.0			4.9			5.0		5.0				5.1		
	말레이시아	YoY %			4.6			4.1			4.0			4.3			4.5			5.6		5.8						
	베트남	YoY %			7.0			5.5			5.8			6.6			6.7			5.2		6.3				7.5		
	필리핀	YoY %			6.7			6.9			7.1			7.1			6.6			6.4		6.7				6.9		
	미얀마	YoY %																										
	브라질	YoY %			-5.8			-5.4			-3.6			-2.9			-2.5			-0.4		0.3						
카타르	YoY %			3.9			1.4			1.8			3.9			1.7			2.4		0.6							
OECD 경기실태	인도	Index=100	100.2	100.2	100.2	100.2	100.1	100.1	100.1	100.0	99.9	99.9	99.8	99.7	99.6	99.5	99.5	99.4	99.4	99.5	99.5	99.6	99.7	99.8	99.9			
	러시아	Index=100	98.3	98.0	97.8	97.8	97.9	98.1	98.5	98.9	99.2	99.5	99.8	100.0	100.3	100.5	100.7	100.9	100.9	100.9	100.9	100.8	100.7	100.7	100.7	100.8		
	인도네시아	Index=100	97.6	97.6	97.7	97.9	98.1	98.2	98.4	98.5	98.7	98.9	99.0	99.2	99.3	99.4	99.6	99.7	99.9	100.2	100.5	100.8	101.1	101.3	101.4	101.3		
	말레이시아	Index=100																										
	베트남	Index=100																										
	필리핀	Index=100																										
	미얀마	Index=100																										
	브라질	Index=100	97.0	97.0	97.1	97.2	97.4	97.6	98.0	98.4	98.8	99.2	99.6	99.9	100.1	100.4	100.6	100.8	101.0	101.2	101.5	101.8	102.1	102.4	102.8	103.3		
카타르	Index=100																											
제조업 PMI	인도	Index=50	50.7	50.3	49.1	51.1	51.1	52.4	50.5	50.7	51.7	51.8	52.6	52.1	54.4	52.3	49.6	50.4	50.7	52.5	52.5	51.6	50.9	47.9	51.2	51.2	50.3	
	러시아	Index=50	50.2	50.1	48.7	49.8	49.3	48.3	48.0	49.6	51.5	49.5	50.8	51.1	52.4	53.6	53.7	54.7	52.5	52.4	50.8	52.4	50.3	52.7	51.6	51.9	51.1	
	인도네시아	Index=50	47.8	46.9	47.8	48.9	48.7	50.6	50.9	50.6	51.9	48.4	50.4	50.9	48.7	49.7	49.0	50.4	49.3	50.5	51.2	50.6	49.5	48.6	50.7	50.4	50.1	
	말레이시아	Index=50	48.1	47.0	48.0	48.6	47.8	48.4	47.1	47.2	47.1	48.1	47.4	48.6	47.2	47.1	47.1	48.6	49.4	49.5	50.7	48.7	46.9	48.3	50.4	49.9	48.6	
	베트남	Index=50	50.1	49.4	51.3	51.5	50.3	50.7	52.3	52.7	52.6	51.9	52.2	52.9	51.7	54.0	52.4	51.9	54.2	54.6	54.1	51.6	52.5	51.7	51.8	53.3	51.6	
	필리핀	Index=50				53.0	54.1	54.4	56.5	55.8	55.5	56.3	55.3	57.5	56.5	56.3	55.7	52.7	53.6	53.8	53.3	54.3	53.9	52.8	50.6	50.8	53.7	
	미얀마	Index=50				52.0	52.5	50.2	51.6	50.8	50.4	49.2	49.2	47.2	48.1	49.0	50.2	49.4	51.7	51.9	53.1	52.9	52.0	49.4	49.1	49.3	49.4	51.1
	브라질	Index=50	44.1	43.8	45.6	47.4	44.5	46.0	42.6	41.6	43.2	46.0	45.7	46.0	46.3	46.2	45.2	44.0	46.9	49.6	50.1	52.0	50.5	50.0	50.9	50.9	51.2	
카타르	Index=50	44.1	43.8	45.6	47.4	44.5	46.0	42.6	41.6	43.2	46.0	45.7	46.0	46.3	46.2	45.2	44.0	46.9	49.6	50.1	52.0	50.5	50.0	50.9	50.9	51.2		
소비	인도	자판매YoY %	21.8	10.4	12.9	-0.7	-4.2	-0.3	1.9	-0.9	-5.2	9.6	9.5	15.1	0.5	0.3	-8.1	10.8	4.9	8.2	17.4	4.8	-11.2	8.5	11.8			
	러시아	YoY %	-11.3	-12.2	-14.1	-6.2	-3.7	-5.0	-4.3	-5.3	-5.0	-4.3	-4.2	-3.1	-4.3	-4.2	-5.2	-2.1	-2.6	-0.2	0.4	1.0	1.5	1.2	1.9	3.1		
	인도네시아	YoY %	8.7	9.7	11.4	12.9	10.6	11.1	11.2	13.6	15.9	6.7	11.4	10.7	8.1	9.9	10.5	6.3	3.7	4.2	4.2	4.3	6.3	-3.3	2.2	1.8	1.3	
	말레이시아	자신규등록YoY %	-6.3	-1.2	-3.0	-13.2	-19.3	-29.6	4.2	-3.7	2.2	-21.8	8.8	-6.9	-12.4	-10.2	-10.2	-7.3	12.4	10.7	2.1	13.6	-10.0	17.5	2.0			
	베트남	YoY %	9.6	9.4	9.5	11.7	9.7	9.1	8.8	9.1	9.5	9.4	9.3	9.5	9.3	9.5	10.2	9.9	8.7	9.2	9.6	10.2	10.1	10.0	10.3	10.5	10.7	
	필리핀	자판매YoY %	28.7	25.9	23.4	27.6	21.7	16.8	30.3	31.0	36.4	22.0	40.1	16.2	8.6	22.2	27.8	27.8	7.5	32.8	4.8	17.0	14.1					
	미얀마	자동차등록YoY %	11.9	10.2	10.0	9.8	9.5	8.5	6.8	10.3	11.1	10.8	10.3	9.3	9.9	9.6	9.6	9.5										
	브라질	YoY %	-5.7	-7.8	-7.2	-10.6	-4.2	-5.7	-6.9	-9.0	-4.8	-5.6	-5.5	-5.7	-8.1	-3.8	-4.9	-1.2	-3.7	-3.2	1.7	2.6	2.9	3.1	3.6	6.4		
카타르	YoY %																											
수출	인도	YoY %	-17.3	-26.3	-13.7	-13.4	-5.5	-5.1	-7.6	-0.8	1.3	-6.8	-0.3	4.6	9.6	2.3	5.7	4.3	17.5	27.6	19.8	8.3	4.4	3.9	10.3	25.7	-1.1	
	러시아	YoY %	-35.0	-30.8	-24.6	-38.5	-31.5	-29.5	-29.2	-28.1	-20.1	-17.8	-7.7	-3.6	-8.2	4.6	8.9	48.2	28.1	35.1	19.4	27.6	22.4	10.2	25.3	20.7		
	인도네시아	YoY %	-20.7	-18.0	-17.5	-20.9	-7.1	-13.4	-10.8	-9.7	-2.3	-15.8	0.2	-0.1	5.1	21.5	16.1	27.9	11.5	24.3	13.6	24.6	-11.7	41.1	19.4	15.6	18.4	
	말레이시아	YoY %	16.5	6.2	1.4	-1.8	8.1	1.6	2.1	-0.7	3.4	-5.1	1.6	-2.8	-8.5	8.0	11.0	13.6	26.6	24.1	20.5	32.4	9.9	30.9	21.6	14.8		
	베트남	YoY %	1.7	5.0	6.7	-0.3	6.2	13.3	7.5	4.9	2.8	5.1	11.2	11.6	7.6	16.1	20.7	7.3	29.8	14.1	22.2	24.8	20.8	18.5	22.8	25.5	26.0	
	필리핀	YoY %	-10.8	-1.1	-3.0	-2.3	-3.4	-13.0	-3.4	-1.5	-9.2	-10.9	-1.8	8.1	9.7	-4.5	6.6	22.0	8.7	18.1	19.1	13.7	5.8	11.0	9.6	4.3		
	미얀마	YoY %	-32.0	-25.9	-6.4	-13.3	25.1	-27.1	26.7	4.2	-13.0	-16.1	48.5	-25.9	46.2	-6.3	16.9	15.4										
	브라질	YoY %	-12.4	-11.8	-4.1	-17.9	10.4	-5.8	1.4	4.8	-14.7	-11.9	9.7	-2.2	-14.5	17.5	-5.0	32.6	15.9	25.6	15.0	12.7	18.2	14.9	14.6	18.2	37.6	
카타르	YoY %	-35.0	-40.6	-41.4	-35.3	-39.2	-35.0	-37.8	-31.4	-28.0	-30.0	-23.3	-18.4	-14.9	-9.7	-2.6	16.2	22.5	18.4	25.1	19.0	5.4	12.1	17.7				
무역수지	인도	실익USD	-9.7	-10.3	-11.5	-7.7	-6.6	-4.4	-4.8	-6.3	-8.1	-7.8	-7.7	-9.1	-11.1	-13.0	-10.4	-9.8	-8.9	-10.4	-13.2	-13.8	-13.0	-11.4	-11.6	-9.0	-14.0	
	러시아	실익USD	10.0	9.0	11.2	7.3	7.3	7.8	6.6	7.6	8.0	6.2	4.6	7.5	6.6	9.0	11.8	11.7	10.2	12.6	7.9	8.6	8.7	4.0	6.6	10.2		
	인도네시아	실익USD	1.0	-0.4	-0.2	0.0	1.1	0.5	0.9	0.4	1.1	0.6	0.4	1.3	1.2	0.8	1.0	1.4	1.3	1.4	1.3	0.6	1.7	-0.3	1.7	1.8	0.9	
	말레이시아	실익MYR	12.2	10.2	8.0	5.4	7.4	11.2	9.1	3.3	5.5	1.9	8.5	7.6	9.8	9.0	8.7	4.7	8.7	5.4	8.7	5.5	9.9	8.0	10.0	8.6		
	베트남	실익USD	0.5	-0.2	-0.3	-0.2	0.1	0.1	0.1	-0.4	-0.1	0.1	0.2	-0.1	0.4	-0.4	-0.3	1.2	-1.2	-1.1	-0.8	-0.5	-0.2	-0.3	0.4	0.4	0.9	
	필리핀	실익USD	-1.9	-1.0	-1.6	-2.6	-1.3	-1.9	-2.6	-2.2	-2.4	-2.4	-2.1	-2.0	-2.2	-2.5	-2.5	-2.5	-1.8	-2.3	-1.8	-2.7	-2.0	-1.6	-2.4	-1.9		
	미얀마	실익USD	-0.5	-0.9	-0.6	-0.5	-0.2	-0.3	-0.2	-0.3	-0.6	-0.3	-0.1	-0.3	-0.2	-0.3	-0.8	-0.8										
	브라질	실익USD	2.0	1.2	6.2	0.9	3.0	4.4	4.9	6.4	4.0	4.6																

II. ① 중국 → 다음 신흥시장 사이클 & ② 2018년 Growth

신흥국 고정자산 투자

- 인도네시아, 태국, 말레이시아 등의 고정자산 투자는 5년여의 침체를 지나 증가하기 시작하고,
- 남미는 아직 침체 국면이지만, 최근의 코모디티 가격 회복 등을 감안할 때 회복 가능성이 보임

<그림13> 신흥국 국가별 고정자산 투자액 추이



자료: 하이투자증권 리서치센터

II. ① 중국 → 다음 신흥시장 사이클 & ② 2018년 Growth

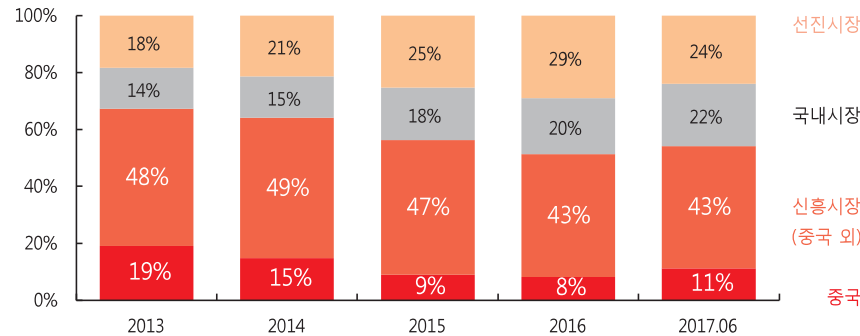
신흥시장에서: 현대건설기계 vs. 두산인프라코어

- 현대건설기계의 신흥시장 노출은 45% 안팎으로 두산인프라코어의 36% 빼기 20%(e)보다 높음
- 신흥시장 성장폭이 커질 때, 한국 피어그룹 3사 중 더 큰 수혜를 누리는 곳은 현대건설기계!!

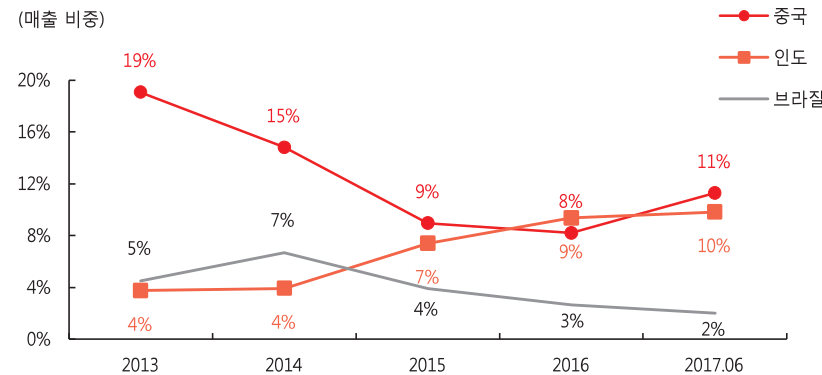
<그림14> 현대건설기계 및 두산인프라코어의 신흥시장 의존도: 40%+ vs. 40%-20%

▼ 현대건설기계의 신흥시장 의존도 45% 안팎

(현대건설기계의 지역별, 매출 비중)



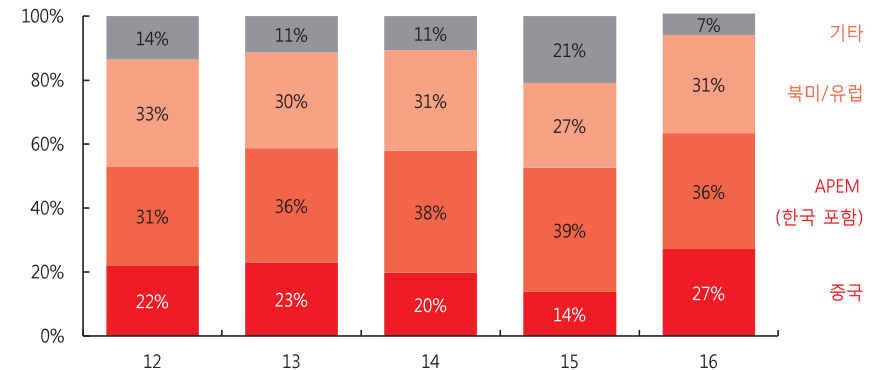
(매출 비중)



신흥시장
= 현대건설기계

▼ 두산인프라코어의 APEM(신흥시장) 의존도 35% - 국내 20%

(두산인프라코어의 매출 비중)

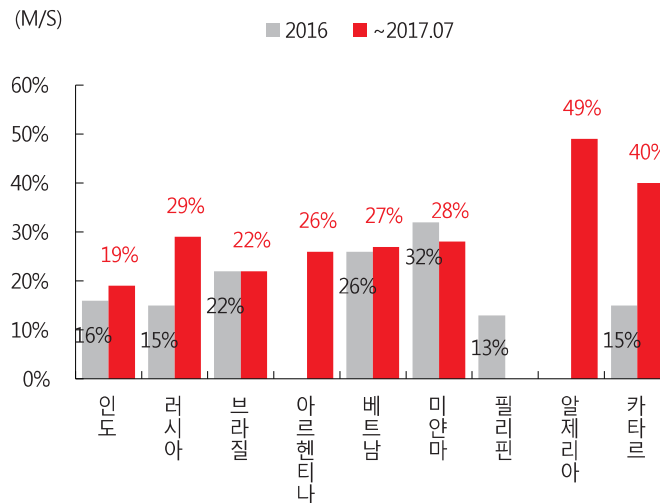


II. ① 중국 → 다음 신흥시장 사이클 & ② 2018년 Growth

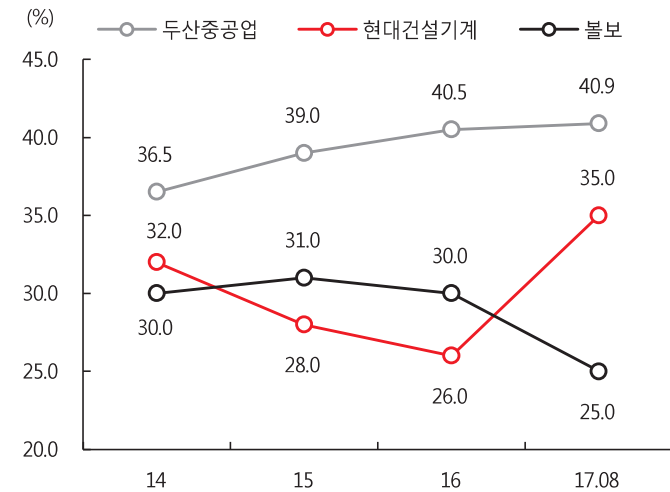
신흥시장에서: 현대건설기계 vs. 두산인프라코어

- 절대 노출도 뿐만 아니라, 현대건설기계의 신흥시장 M/S는 두산인프라코어보다 높음
- 국내 시장에서 상대적으로 뒤졌던 현대건설기계는, 최근 시장 M/S도 따라잡고 있음: 올해 복수의 광역 단위 대형 대리점을 신설했고, 중 고유통지원센터를 설립하는 등, 분사 이후 국내 시장도 공략

<그림15> 현대건설기계가 주요 국가들에서 M/S 우위에



<그림16> 내수 한국 시장에서의 메이커별 M/S: 2017년 크게 따라잡는 현대건설기계



Ⅲ. 현대건기: 2018년은 신흥국 사이클: 최선희주 불가피

현대건설기계 (연결)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2015	2016	2017	2018
매출액	562	536		436	644	683	613	540	2,225	2,011	2,481	3,191
YoY	-17%	-22%	4%	6%	15%	28%	29%	24%	-22%	-10%	23%	29%
① 기존 매출									2,225	2,011	2,481	2,691
YoY									사업 자체의 Growth → ① 8.5%			
② 해외법인 증가분											② 500	
영업이익	40	32	20	10	43	36	44	30	-116	102	153	235
금융 / 기타영업외	8	9			-10	-2	-1	-9			-23	-27
세전사업이익	48	42			32	34	43	21			130	207
지배주주순이익	37	33			25	27	33	17			101	155
영업이익률	7.1%	6.0%	4.2%	2.2%	6.6%	5.2%	7.2%	5.6%	-5.2%	5.0%	6.2%	7.4%
지배주주순이익률	6.6%	6.1%			3.9%	3.9%	5.3%	3.1%			4.1%	4.9%
EPS (원)	10,407	9,124	2,372	5,134	7,059	7,487	9,096	1,673		27,036	10,253	15,742
BPS (원)					212,525	217,968	227,063	121,229		200,025	121,229	136,972

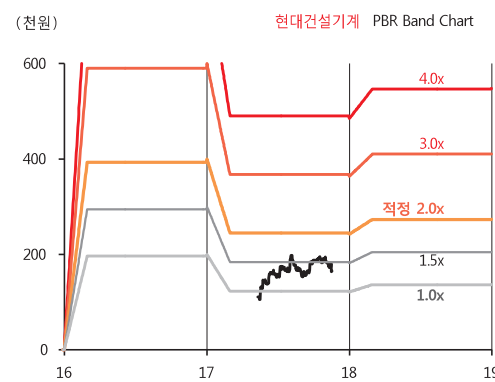
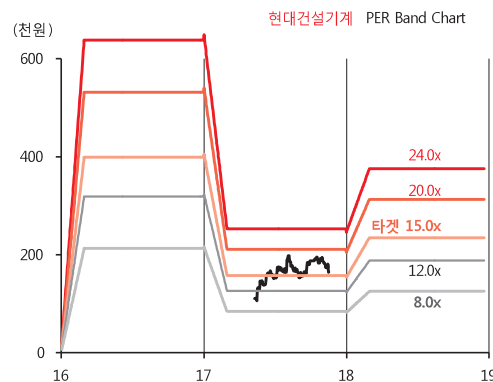
① 2017년 +25% 안팎의 가파른 턴어라운드에도 불구하고, 2018년은 8%로 보수적 매출 성장 가정... 계속 상향 조정할 듯

② 해외법인 0.5조원 매출이 추가됨

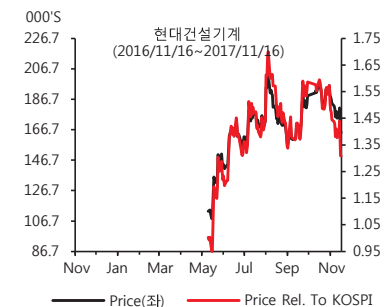
Ⅲ. 현대건설기계: 2018년은 신흥국 사이클: 최선희주 불가피

현대건설기계(267270)

- **2018년 필연적 실적 성장:** 2018년 EPS 50% 성장: 본업의 매출 성장을 8%대(2017년 YoY +23%)로 보수적으로 잡았음에도, 매출이 2017(e) 2.5조원에서 3.2조원으로 29%나 성장하는 것은, 중국/인도 생산법인의 양수도를 마치고 2018년부터 매출 0.5조원이 추가되기 때문
- **업황 신흥국 기대:** 2018년 건설기계 시장은, 과거 중국 → 신흥 시장의 시차를 감안할 때, 신흥국들의 경기 지표 호조를 바탕으로 볼 때, 이머징의 성장폭이 더 커질 것으로 기대
- **신흥시장=현대건설기계, 그래서 최선희주:** 동사는 (중국을 제외한) 신흥시장 의존도가 45% 안팎으로, 경쟁사의 20%대보다 큼, 따라서 건설기계 3사 모두의 실적 성장을 예상하지만, 동사의 수혜폭이 더 큰 전망: 2018년 EPS +50% 성장으로 경쟁사를 압도
- **2018년 목표주가 상향:** 목표주가를 2018년~2019년 EPS 33,343원에 타겟PER 15배로 25만원(기존 무상증자 전 45만원 = 22.5만원)으로 상향
- **최근의 변화들**
 - ① 유럽 총괄법인 신설: 10월 유럽 벨기에에 유럽지역 통합 신사옥 준공, 부품 물류센터 수용능력이 배가되어 유럽지역 부품 매출 확대 기여 예정
 - ② 인도서 상반기만에 2016년 판매 초과 = 점유율 확대 동반: 딜러망, 고객 지원 서비스 강화, 현재형 모델 등을 통해, 동사는 현지 공장 설비 확충에 돌입해 가파르게 성장하는 인도 시장 공략에 집중, 코트라에 따르면, 인도 중앙정부의 향후 5년간 455십억\$ 인프라 확충 예산 중 70%가 전력, 도로, 도시 기반시설 확충에 투입될 예정



Price Trend



2017/11/20

조선/기계 최광식

(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	250,000원
증가(2017/11/16)	165,000원

Stock Indicator

자본금	-십억원
발행주식수	358만주
시가총액	591십억원
외국인지분율	10.1%
배당금(2016E)	-
EPS(2017E)	31,581원
BPS(2017E)	121,229원
ROE(2017E)	16.9%
52주 주가	108,396~202,653원
60일평균거래량	38,438주
60일평균거래대금	13.3십억원

Ⅲ. 현대건설: 2018년은 신흥국 사이클: 최선호주 불가피

VALUATION: 25만원 목표주가

- 현대건설기계에 대해 타겟 PER 15배에서 목표주가 25만원으로 11% 올림:무상증자를 반영하지 않은 기존 목표주가는 22.5만원 적정주가였던 셈
- 글로벌 피어그룹들이 25배~30배를 받는 상황에서, 다수 신흥시장에서의 탑티어 동사에 15배는 합리적인 수준인 것으로 판단

<그림17> 현대건설기계 타겟 PER 15배에서 목표주가 25만원: PBR VALUATION 크로스체크 ROE 12% / COE 6%의 적정 PBR 2.0배에서 27만원

타겟PE
15배

계정	2016년	2017년	2018년
EPS	27,036	28,252	43,380
BPS	200,025	334,062	377,443
EPS_유/무증 후	27,036	10,253	15,742
BPS_유/무증 후	200,025	121,229	136,972
PBR(고)		1.93	
PBR		0.49	
PBR(저)		1.01	
ROE	14%	12.9%	16.7%
ROE_유증_후	14%	10.6%	12.2%
적용ROE	13%	10.6%	12.2%
↳ 당해 0Y, 다음해 1Y	+0~1Y	+0Y	+0Y
COE(고)		5.5%	
COE(평)		21.4%	
적용ROE = FWD +0Y		10.6%	12.2%
적용COE		6.0%	6.0%
Target PBR		1.80	2.00
적정주가		220,000	274,000

계정	2016년	2017년	2018년	2019년
매출액	2,011	2,481	3,191	3,421
영업이익	102	153	235	245
지배주주순이익	97	101	155	176
EPS_유증전	27,036	28,252	43,380	48,981
EPS			15,742	17,775

PER Cross-Check

FWD 0Y~1Y			
EPS	28,252	43,380	48,981
유증 후 EPS	12,998	16,759	17,775

⑥	10	130,000	168,000	178,000
	12	156,000	201,000	213,000
	타겟 PER 15	195,000	250,000	267,000
	20	260,000	335,000	355,000
종가(11.17)			165,000	
상승여력			52%	

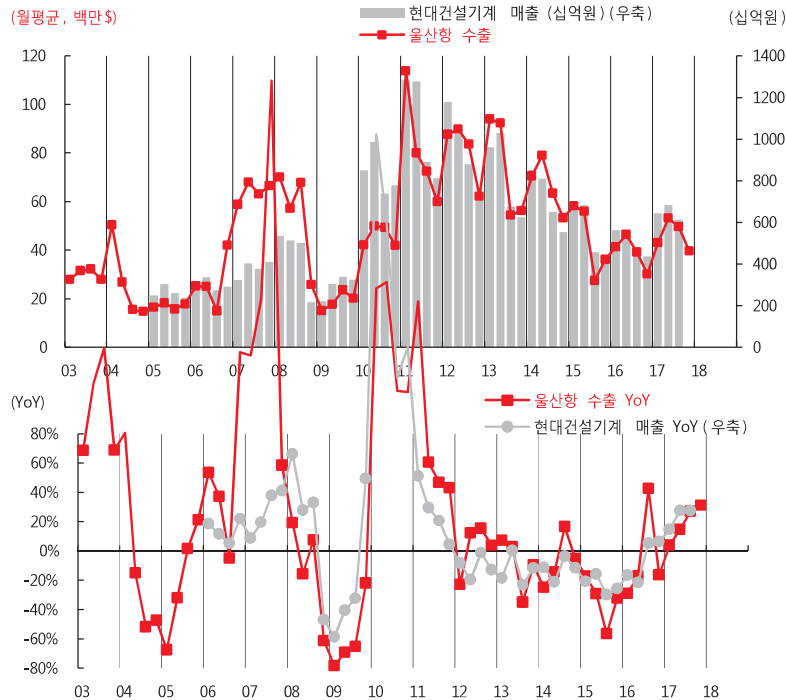
Ⅲ. 현대건기: 2018년은 신흥국 사이클: 최선후주 불가피

Forward 실적이 감감이 블랙박스 아닌

- 울산 수출 DATA로 실적 시즌 전에 2/3~3/3의 매출을 가늠할 수 있다는 점이 장점
- 지난주 목요일 발표된, 4분기의 첫째달 울산 수출은 +2%에 그쳤지만 월별로 변동성이 커서 4분기 부진(전년동기대비)을 예단하는 것은 금물

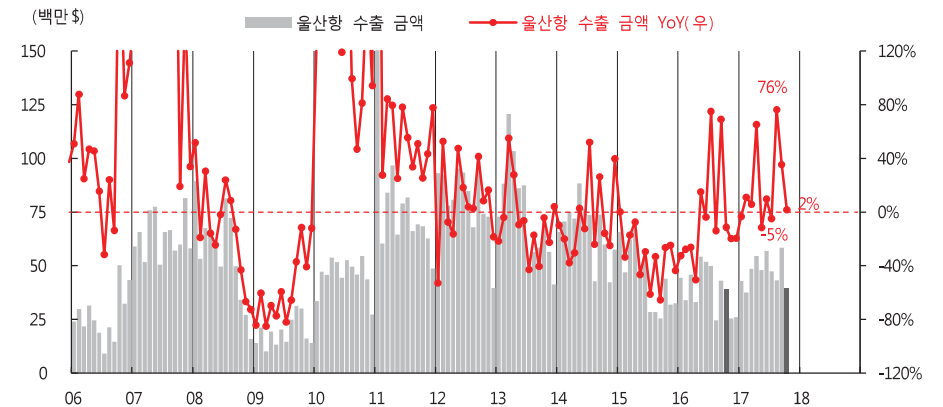
<그림18> 현대건설기계의 항구별 수출액 및 YoY% 추이

▼ 분기) 울산항 분기 수출금액 = 매출 레벨



울산 수출
=현건기 매출

▼ 월) 현대건설기계의 울산항 수출을 매달 지켜보면 됨



Ⅲ. 현대건기: 2018년은 신흥국 사이클: 최선희주 불가피

해외 생산법인 인수로 350억원~ 이익 추가

- 2017년9월 결정한 유상증자 3,600억원 중 2,800억원을 사용해 중국과 인도의 생산법인을 인수하기로 결정: 양 법인의 실적은 2018년부터 연결실적에 포함되는데, 과거 중국 및 인도 법인의 실적과 향후 가이던스는 아래와 같음
- 이미 CKD를 통해 중국, 인도 법인 매출의 1/3이 본사에 잡혀왔고, 내년부터 나머지 2/3의 매출과 이익이 잡히는데
- 2018년 매출 0.5조원, 영업이익 400억원에 육박할 것으로 당사는 예상하고, 사측은 350억원 이상으로 조금 더 보수적으로 안내
- 이를 바탕으로, 앞서 설명드린바와 같이 기존 사업구조에서 8% 성장률 만으로도, 동사의 EPS는 50% 성장: 만약 2018년도 올해와 같은 20% 이상의 산업 및 전체 판매 신장을 이어간다면 성장폭은 그 이상일 것임
- 보수적으로 예상치를 제시하고, 올려나가기를...

<그림19> 현대건설기계의 중국/인도 생산법인 과거 실적 및 미래 예상치

(억원)

년도	매출								CKD (추정)	내부거래 상계 매출액	OPM		해외법인으로		
						중국 매출	인도 매출	해외 법인 총매출			중국	인도	중국	인도	증가하는 영업이익
	강소	북경	유압	지주 회사	금융 리스										
2015년	1,144	784	59			1,987	1,713	3,700	33%	2,479					
2016년	1,344	395	64			1,803	2,095	3,898	33%	2,612					
2017년G	2,798	86	328			3,212	2,557	5,769	33%	3,865	4.0%	5.5%	128	141	269
2018년G	3,115		419	681	128	4,343	3,028	7,371	32%	5,000	5.0%	6.0%	217	182	399

18년G
매출 0.5조원
이익 350억원+

CKD 33%를 감안해서
매출 0.5조원,
OPM 5%~6% 가정

Ⅲ. 현대건기: 2018년은 신흥국 싸이클: 최선희주 불가피

K-IFRS 연결 요약 재무제표

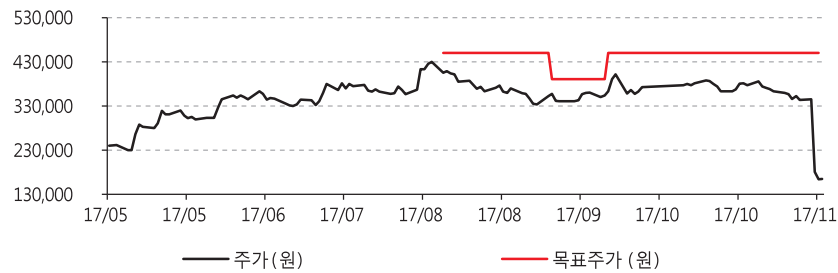
재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016E	2017E	2018E	2019E		2016E	2017E	2018E	2019E
유동자산	-	1,594	1,609	1,742	매출액	-	2,481	3,191	3,421
현금 및 현금성자산	-	551	329	404	증가율(%)	-	-	28.6	7.2
단기금융자산	-	18	18	18	매출원가	-	2,083	2,641	2,838
매출채권	-	476	553	560	매출총이익	-	398	550	583
재고자산	-	551	709	760	판매비와관리비	-	245	315	338
비유동자산	-	623	650	678	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	-	498	527	555	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	-	105	105	105	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	-	2,217	2,260	2,420	영업이익	-	153	235	245
유동부채	-	551	426	408	증가율(%)	-	-	53.5	4.2
매입채무	-	199	234	237	영업이익률(%)	-	6.2	7.4	7.2
단기차입금	-	184	156	133	이자수익	-	1	0	0
유동성장기부채	-	141	-	-	이자비용	-	15	4	4
비유동부채	-	469	481	484	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	374	374	374	기타영업외손익	-	-11	-20	-
장기차입금	-	24	21	19	세전계속사업이익	-	130	207	237
부채총계	-	1,020	907	892	법인세비용	-	29	52	62
지배주주지분	-	1,197	1,353	1,528	세전계속이익률(%)	-	5.3	6.5	6.9
자본금	-	25	25	25	당기순이익	-	101	155	176
자본잉여금	-	1,014	1,014	1,014	순이익률(%)	-	4.1	4.9	5.1
이익잉여금	-	101	257	432	지배주주귀속 순이익	-	101	155	176
기타자본항목	-	57	57	57	기타포괄이익	-	-	-	-
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	-	101	155	176
자본총계	-	1,197	1,353	1,528	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표				
	2016E	2017E	2018E	2019E		2016E	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	-	-690	-92	96	주당지표(원)				
당기순이익	-	101	155	176	EPS		31,581	24,508	27,672
유형자산감가상각비	-	15	11	12	BPS		121,229	136,972	154,747
무형자산상각비	-	-	-	-	CFPS		36,193	26,187	29,578
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-	-636	-40	-40	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-	-513	-40	-40	PER		5.2	6.7	6.0
무형자산의 처분(취득)	-	-105	-	-	PBR		1.4	1.2	1.1
금융상품의 증감	-	0	0	0	PCR		4.6	6.3	5.6
재무활동 현금흐름	-	1,749	-171	-26	EV/EBITDA		4.4	3.2	2.7
단기금융부채의증감	-	325	-168	-23	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	398	-2	-2	ROE		16.9	12.2	12.2
자본의증감	-	1,039	-	-	EBITDA이익률		6.8	7.7	7.5
배당금지급	-	-	-	-	부채비율		85.2	67.0	58.4
현금및현금성자산의증감	-	551	-222	75	순부채비율	-	12.8	15.1	6.8
기초현금및현금성자산	-	-	551	329	매출채권회전율(x)	-	10.4	6.2	6.1
기말현금및현금성자산	-	551	329	404	재고자산회전율(x)	-	9.0	5.1	4.7

자료 : 현대건설기계, 하이투자증권 리서치센터

Ⅲ. 현대건기: 2018년은 신흥국 사이클: 최선후주 불가피

최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이(현대건설기계)



일자	투자이건	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-08-07	Hold	450,000	1년	-61.3%	-57.2%
2017-09-05	Hold	390,000	1년	-57.9%	-56.5%
2017-09-20	Buy	450,000	1년	-58.9%	-56.3%
2017-11-20	Buy	250,000	1년		

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.
- ▶당사는 현대건설기계 주주배정 후 실권주 유상증자 모집 주선 계약을 체결하였습니다.
- ▶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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자이건은 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 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이건 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-



Ⅳ. 두산인프라코어: 12만대, 다음은 12만±알파

(십억원)												
계정	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2015	2016	2017	2018
매출액	1,562	1,773	1,585	1,588	1,690	1,897	1,573	1,713	5,965	5,730	6,508	6,874
영업이익	148	215	144	154	191	224	154	160	-95	491	661	729
금융 / 기타영업외	-15	-64	-16	-48	-39	-38	-37	-36	-648	-409	-143	-149
세전사업이익	133	151	128	106	152	186	117	124	-781	82	518	580
순이익	74	84	77	64	96	117	74	78	-860	116	299	365
지배주주지분 순이익	52	60	52	48	75	93	54	59	-819	63	211	281
영업이익률	9.5%	12.1%	9.1%	9.7%	11.3%	11.8%	9.8%	9.4%	-1.6%	8.6%	10.2%	10.6%
지배주주순이익률	3.3%	3.4%	3.3%	3.0%	4.5%	4.9%	3.4%	3.4%	-13.7%	1.1%	3.2%	4.1%
헤비												
중국 판매 대수	3,198	2,897	1,786	1,848	3,437	3,415	1,723	2,080	3,523	4,649	9,729	10,655
y-y	121%	155%	114%	50%	7%	18%	-4%	13%	-49%	32%	109%	10%
헤비 + 북미 / 유럽	688	759	623	606	797	837	634	635	2,010	2,039	2,677	① 2,904
y-y									-35%	1%	31%	8%
매출액	531	561	434	430	797	837	634	635	1,344	1,346	1,956	2,904
									북미 / 유럽 헤비 판매사업 양수 ↑			
영업이익	47	53	23	23	64	76	24	24	-434	23	146	188
영업이익률	8.8%	9.4%	5.3%	5.3%	8.0%	9.1%	3.7%	3.8%	-32.3%	1.7%	7.4%	② 6.5%
									흑전 !! ↑ ↑ 레버리지			
밥켓												
매출액 (건기)	866	1,005	1,012	963	766	906	811	850	3,704	3,671	3,845	3,332
영업이익 (전체)	93	136	101	108	113	131	116	111	386	414	439	471
영업이익률	10.8%	13.5%	10.0%	11.3%	14.7%	14.4%	14.3%	13.1%	10.4%	11.3%	11.4%	14.1%
엔진												
매출액	103	138	139	196	127	154	128	228	579	504	576	638
영업이익	8	26	20	22	14	18	14	25	3	53	76	71
영업이익률	8.0%	18.8%	14.3%	11.4%	10.9%	11.3%	11.2%	11.1%	0.5%	10.6%	13.3%	11.1%

① 밥켓에 상품매출로 잡혀서, 별도에서 잡지 않던 북미/유럽 매출이 잡힘

② 올해 매출 성장으로 OPM 7%대로 레버리지 이미 보여줌
그러나, 2018년은 북미/유럽 추가로, OPM 소폭 하강 가정

IV. 두산인프라코어: 12만 → 12만±α

두산인프라코어(042670)

- **턴어라운드:** 3분기까지 해비 건기BG는 매출 1조5,260억원, 영업이익 1,230억원, OPM 8%로, 중국 시장의 2배 이상 성장 덕분에 2016년의 영업이익 100억원(OPM 1.0%) 대비 큰폭 실적 개선을 실현 중이며, 특히 CAPA 감축 후 시장 회복으로 수익성의 레버리지 효과를 톡톡히 보임
- **업황 중국:** 12만대를 넘어서는 중국 시장은, 10년간 판매 굴삭기 100만대 대비 12% 신차 판매로, 정상적인 수준으로 올라섰다고 판단: 따라서 2018년 추가적인 성장폭에 대한 의문이 남음, 다만 중국 시장은 주택에서 비롯된 소형/미니 중심에서, 인프라 투자 증대로 중/대형으로 비중 확대 ASP 개선 효과로 매출과 이익 성장 이어갈 것
- **업황 신흥국:** 앞서 산업 단락에서 밝힌 바와 같이, 중국 시장에서 후행하는 신흥 시장의 호조를 기대: 동사의 APEM 매출은 과거 중국의 1.5배~2.0배에 달해 추가적인 이익성장을 기대하게끔 함
- **2018년 목표주가:** 밥캣의 지분가치 1.7조원(40% NAV 할인) + 별도 2018년 순이익 1,080억원에 타겟 PER 15배로 도출된 영업가치 1.6조원의 3.3조원 적정가치에서 주당 적정주가 12,000원
- **최근의 변화들**
 - ① 미국 마이애미 부품공급센터 설립(11월) 중남미 21개국에 대한 부품 공급 기간 획기적 단축(정기 주문은 평균 30일 → 15일, 긴급 주문은 평균 2.7일 → 1.1일)하고, 물류비용도 34% 감축 전망
 - ② 엔진BG 베트남 버스엔진 시장 진출(7월): 베트남 상용차 제조사 SAMCO에 버스 엔진 계약물량 500대 납품 계약, 2016년 베트남 버스 판매대수 14,770대 중 두산 엔진은 6,214대, 2018년 아시안 게임이 개최되는 인도네시아 시장에서도 500대 공급 협의 중
 - ③ 엔진BG 세계2위 지게차 업체 독일 키온그룹에 엔진 공급계약 체결: 2028년까지 디젤/LPG 소형엔진인 G2엔진 69,000대 공급, 2019년부터 유럽에 배기규제 'Stage V'가 발효

2017/11/20

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

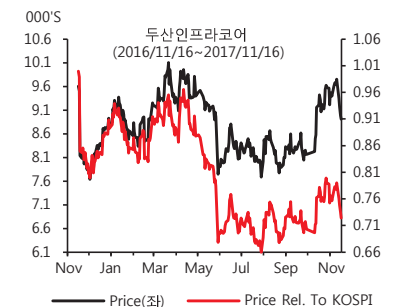
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	12,000원
증가(2017/11/16)	8,950원

Stock Indicator

자본금	1,037십억원
발행주식수	20,750만주
시가총액	1,857십억원
외국인지분율	12.2%
배당금(2016)	-
EPS(2017E)	1,019원
BPS(2017E)	8,017원
ROE(2017E)	11.4%
52주 주가	7,680~10,150원
60일평균거래량	2,693,444주
60일평균거래대금	23.8십억원

Price Trend



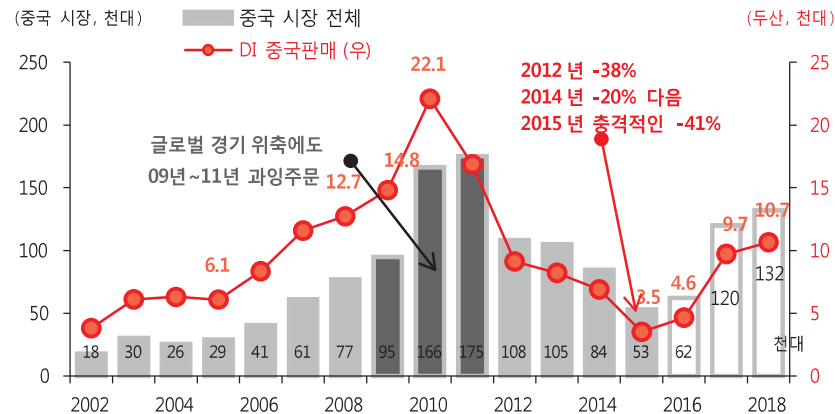
IV. 두산인프라코어: 12만 → 12만±α

두산인프라코어 별도 건기BG(헤비)의 이익은, 중국이 결정

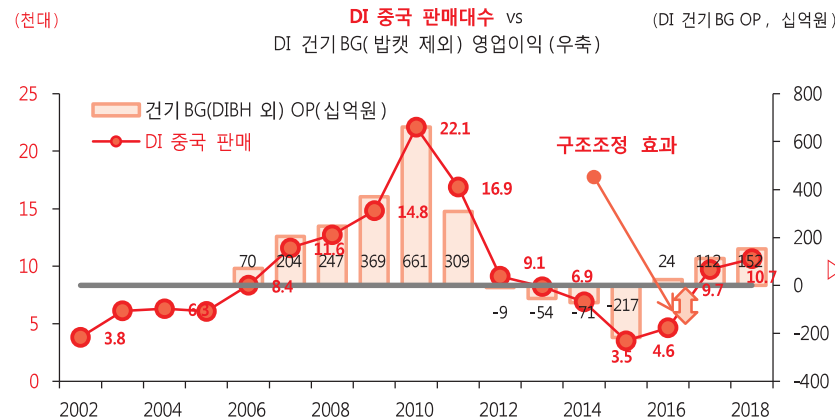
- 2012년부터 중국 굴삭기 시장이 꺾이고, 두산인프라코어 2012년부터 2015년까지 4년 연속 대규모 영업적자를 쌓아옴: 그리고 2015년 ~2016년 구조조정을 거쳐, 중국 굴삭기 캐파를 7천대로 줄였고, 다행히 2016년부터 중국 시장은 턴어라운드 성공
- 중국은 동사(별도) 매출의 15%~30%를 차지할 뿐이지만, 동사의 영업이익 레벨을 결정하는 중요한 시장

<그림20> 중국 건설장비 시장 및 두산인프라코어의 중국 판매량

▼ 중국 건설장비 시장: 2012년부터 역성장, 2015년 충격적 반토막 ↗ 2016년 턴업 (+18% e)



▼ 2016년부터 두산인프라코어의 중국 판매량 → 영업이익: CAPA 감축효과가 어떻게 나타날런지



▶ 예전의 판매 → 이익의
궤도대로라면 지속적자이겠지만...

캐파 감축의 결과로
함수가 달라집니다 !

건기BG(헤비)
전체 영업이익
= 중국판매량

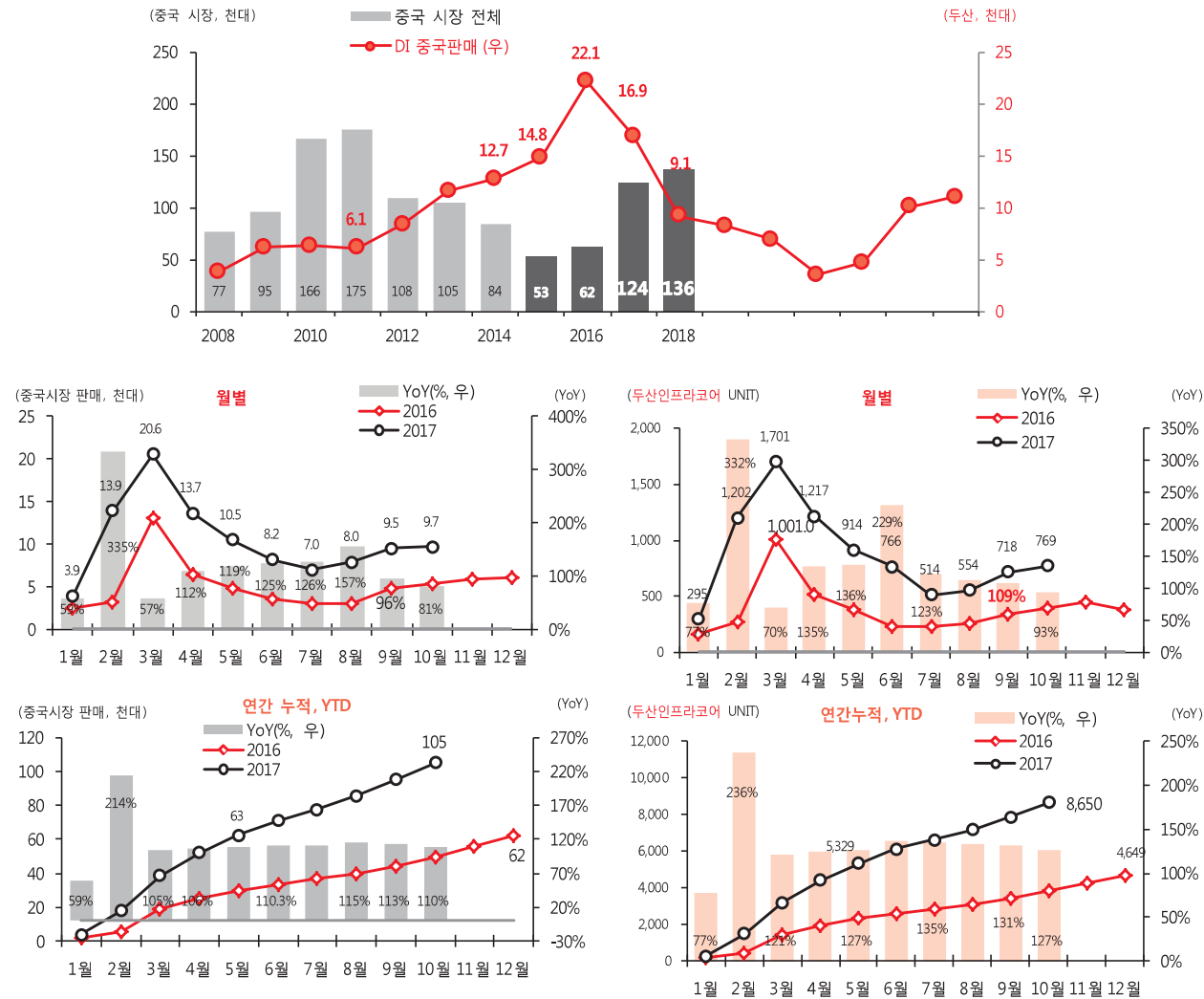
중국 건설장비 시장은 수익성이
뛰어난 시장이었으며
본사 CKD → DICCC로 본사 및 연
결 전체 이익에 큰 영향을 미침

→ 2015년 이전과 ~ 2017
년의 회귀함수의 갭 차이는,
2016년의 중국 CAPA 조정 때
문입니다.

IV. 두산인프라코어: 12만 → 12만±α

10월에 시장의 전년동기 성장폭이 100% 이하로 빠짐

<그림21> 중국 굴삭기 판매 추이: 누적으로 10월까지 전년동기간대비 +110% < 두산인프라코어는 +127%로 M/S 상승



10월ytd 9.7만대
= 12.x만대

IV. 두산인프라코어: 12만 → 12만±α

2016년 영업단 흑자전환, 그리고 2017년 1,500억원 이상 영업이익 창출

- 2016년 구조조정 효과와 시장 회복을 바탕으로 5년만에 흑자전환에 성공했고,
- 2017년 중국 시장의 2배 판매량 신장에 따라, 동사의 건기BG는 2017년 3분기까지 1,230억원의 영업이익을 창출했고, 별도로 연간 1,500억원 이상의 영업이익을 기록할 것으로 예상
- 2.2조원 순차입금에서 동사의 이자비용은 1,100억원 수준으로 드디어 이자보상비율 1배 이상으로, 독자 생존이 가능해짐

<그림22> 두산인프라코어 별도 기준 실적 추정

이자보상비율(별도)
> 1 성공

(십억원)																
별도	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	11	12	13	14	15	16	17	18
매출액	573	595	504	533	665	712	573	626	4,427	4,244	3,827	4,197	2,387	2,205	2,575	3,542
													↑ 공기BG 제외			
영업이익	11	20	-5	20	26	44	43	45	369	54	-20	94	-264	46	158	259
금융/기타영업외	-26	-45	-6	-211	42	-29	-34	-36	-44	-265	-148	-201	-581	-288	-58	-83
이자손익	-33	-31	-26	-28	-23	-26	-32	-33	-105	-129	-156	-153	-153	-118	-114	-119
세전사업이익	-15	-25	-11	-191	67	15	9	9	325	-211	-168	-107	-845	-242	100	175
순이익	2	179	-5	-233	48	11	6	7	314	-121	-120	47	-719	-56	72	158
													↑ 공기BG 매각 일회성			
영업이익률	1.9%	3.4%	-1.0%	3.7%	3.9%	6.2%	7.5%	7.2%	8.3%	1.3%	-0.5%	2.2%	-11.0%	2.1%	6.1%	7.3%
순이익률	0.4%	30.1%	-0.9%	-43.8%	7.3%	1.5%	1.1%	1.1%	7.1%	-2.9%	-3.1%	1.1%	-30.1%	-2.6%	2.8%	4.5%
건기 예비																
매출액	367	373	304	303	531	561	434	430	3,108	2,316	2,171	1,967	1,344	1,346	1,956	2,904
영업이익	19	3.6	-12.5	13	47	53	23	23	309	-9	-54	-71	-434	23	146	188
										↑ 중국 시장 역성장 시작			↑ 구조조정을 마치고 턴업			
영업이익률	5.2%	1.0%	-4.1%	4.4%	8.8%	9.4%	5.3%	5.3%	9.9%	-0.4%	-2.5%	-3.6%	-32.3%	1.7%	7.4%	6.5%
엔진																
매출액	97	132	119	156	103	138	139	196	557	553	637	658	579	504	576	638
영업이익	9	19	9	17	8	26	20	22	48	-25	-4	45	3	53	76	71
영업이익률	8.9%	14.1%	7.5%	11.0%	8.0%	18.8%	14.3%	11.4%	8.7%	-4.5%	-0.6%	6.9%	0.5%	10.6%	13.3%	11.1%

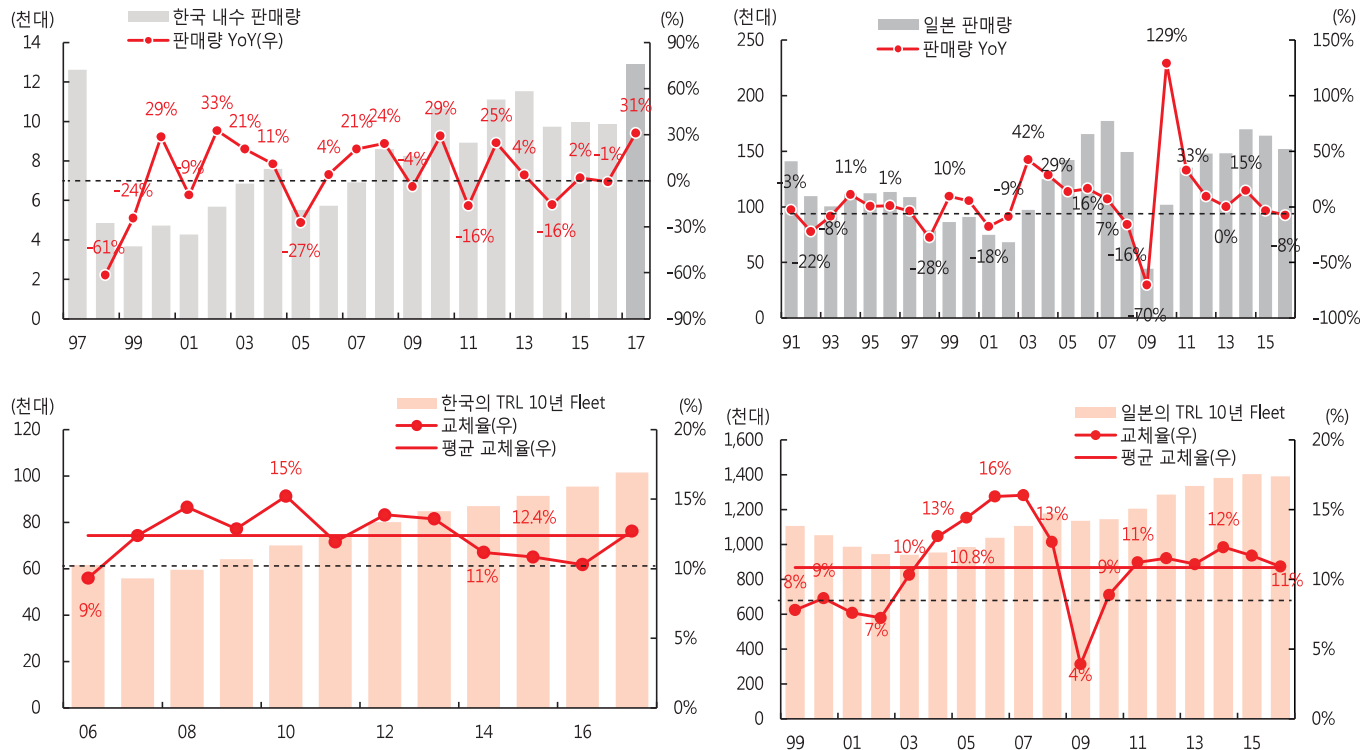
자료: 하이투자증권 리서치센터

IV. 두산인프라코어: 12만 → 12만±α

그런데 2018년은...??

- 2017년 12만대 판매에 놀랄 수 있겠지만, 이 숫자는 10년간 팔린 100만대 Fleet 대비 정상적인 수준을 돌아온 것 뿐, 그러나 또 반대로 2018년 12만대 이상으로 계속 성장할지는 또 모를 일
- 동사의 40%를 담당하는 APEM(한국 포함)은, 앞서 산업에서 밝혔듯 성장하며 좋겠지만, 중국이 정체될 경우 전체 실적의 성장폭은 완만해질 수 밖에 없다는 점이 단점
- 다만, 중국 시장의 2018년 판매량은 정체가더라도, 시장이 주택에서 인프라 투자로, 장비도 미니/소형에서 중/대형으로 MIX가 변하면서 매출과 이익의 성장을 시현 가능
- 주가의 추가 레벨업을 위해서는, 2018년의 중국 시장 성장폭, MIX 변화 등을 2018년초 판매량을 통해서 확인 필요

<그림23> 한국 및 일본의 연간 판매량은, Fleet(추정) 대비 11%~12%



11%~12%

IV. 두산인프라코어: 12만 → 12만±α

VALUATION: 목표주가 1.2만원

- 영구채 상환, BW 모두 출자전환을 모두 반영하고, 타겟 PBR 1.2배에서 목표주가 12,000원과 투자의견 BUY 유지
- 2018년의 중국 시장 불확실성의 이유로 다소 엄격한 COE 10%를 적용: 2017년 시장에서 인정한 동사 COE는 9%~11%의 중앙값

<그림24> 두산인프라코어 목표주가 12,000원 유지

신종자본 제외, BW 모두 전환을 가정한 Valuation (연결)							
계정	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
주식수 (백만주)	207	207	207	207	207	207	207
BW 모두 전환시 주식수					270	270	270
EPS (BW 모두 전환 가정)	-490	202	-3,948	305	784	1,042	1,192
BPS (BW 모두 전환 가정)					8,021	10,269	11,461
				BW모두 전환 ↑			
PBR (고)	1.22	1.07	1.39	1.02	1.09		
PBR	0.79	0.94	0.93	0.69	0.92		
PBR (저)	0.64	0.81	0.48	0.33	0.89		
ROE (BW 모두 전환)				3.1%	9.8%	11.5%	11.6%
COE (고)	1.2%	1.4%	2.2%	9.6%	9.0%		
COE (평)	1.9%	1.6%	3.3%	14.2%	10.6%		
적용 ROE = + 0Y					9.8%	11.5%	11.6%
적용 COE = TRL 참조					7.5%	10.0%	9.0%
				2017 년의 최저치 /완만한 성장폭 염두 ↑			
Target PBR					1.3	1.2	1.3
적용 BPS					8,021	10,269	11,461
					10,400	12,300	14,900
						12,000	
						8,950	
						34.1%	

적정 PB
1.2배

IV. 두산인프라코어: 12만 → 12만±α

VALUATION: SOTP 크로스체크

- 두산밥캣의 보유가치를 당사 타겟 4.9조원 x 지분율 59.4%에서 2.9조원 → NAV 할인 40%로 1.7조원으로..
- 별도의 영업가치는 1.6조원으로 판단: 현재 현대건설기계 시가총액이 1.6조원

<그림25> 두산인프라코어 별도 영업가치 + 두산밥캣 보유지분 가치 기반 Valuation

SOTP VALUATION							
계정	2013 년	2014 년	2015 년	2016 년	2017 년	2018 년	2019 년
영업이익 (별도, 십억원)	-20	94	-264	46	158	259	289
당기순이익 (별도)	-120	47	-719	-56	72	108	145
				↑ 공기 BG 매각 이익			
자본총계 (별도)	2,575	2,566	1,887	1,834	1,903	2,005	2,143
자본총계 (별도)_영구채 제외	2,067	2,057	1,379	1,326	1,394	1,497	1,634
		공작기계 매각 ↑					
PER					15	15	15
㉠ 별도의 영업가치 (십억원)					1,090	1,620	2,170
두산밥캣 목표 시가총액				3,800	3,380	4,900	4,700
						↑ 당사 밥캣 TP	
지분율				59.4%	59.4%	59.4%	59.4%
두산밥캣 보유지분가치				2,257	2,008	2,911	2,792
할인율				40%	40%	40%	40%
㉢ 두산밥캣 보유지분 가치를 또 할인 (십억원)				1,350	1,200	1,750	1,680
두산인프라코어 적정 가치 (십억원) = ㉠ + ㉢					2,290	3,370	3,850
주식수 (백만주)	207	207	207	207	270	270	270
주당 적정가치					8,500	12,000	14,000
목표주가_EPS						12,000	14,000
종가 (11.16)						8,950	8,950
상승여력						34%	56%

별도 타겟
PE 15배

IV. 두산인프라코어: 12만 → 12만±α

유동성 우려) 당분간 없다

- 연초 보유 현금 0.3조원과 BW 발행 0.5조원, 외화사채 3억\$를 통해, 3Q의 만기 회사채와 영구채를 모두 해소했고
- 최소 2018년 상반기까지, 최대 FORWARD 2년 유동성 우려 없음

<그림26> 두산인프라코어 Forward 회사채 등 만기와 동사의 대응

2년간
무탈

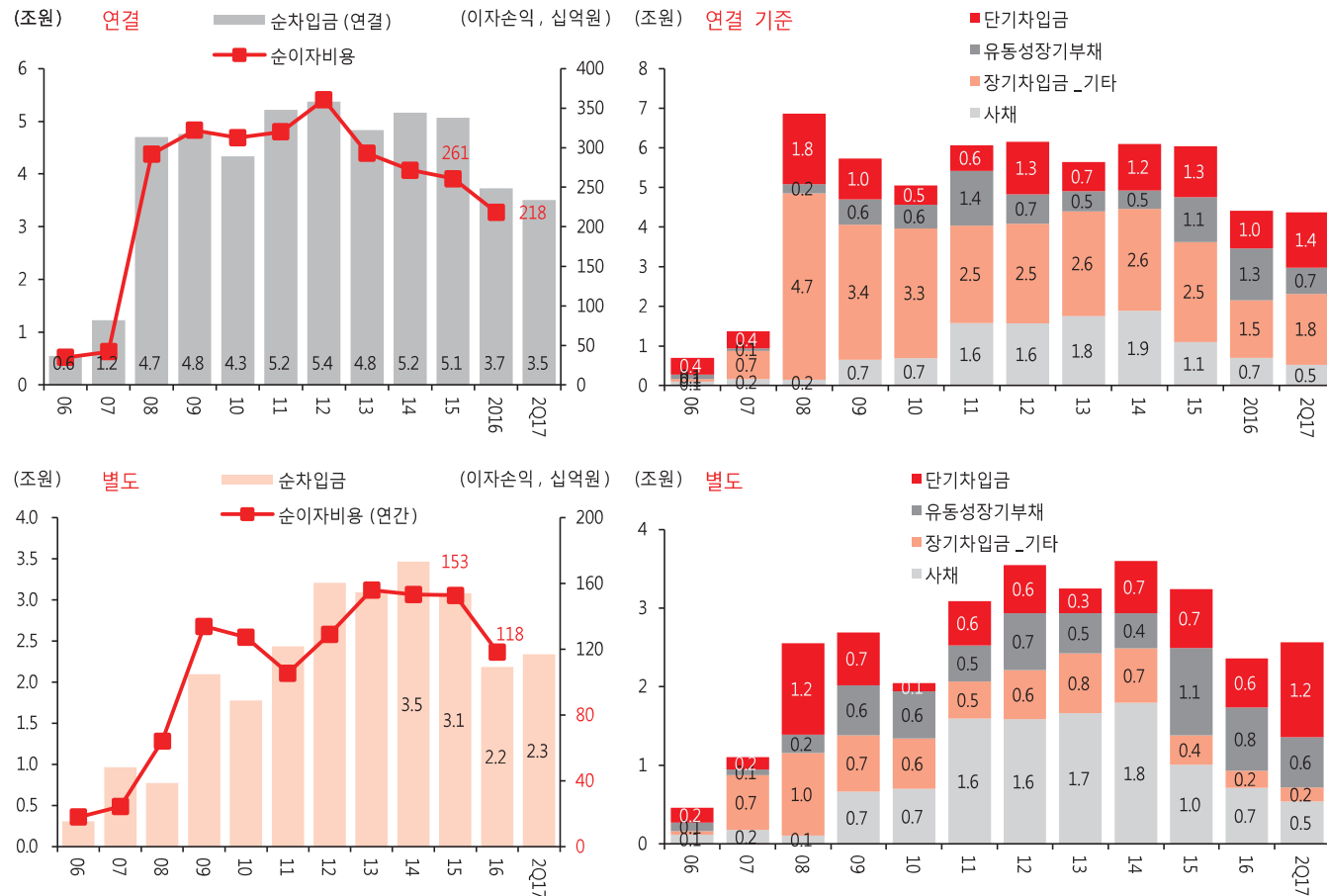
(억원)				
분기	공모사채	사모사채	영구채	비고
1Q16	750			
2Q16	400			
3Q16	2,350			
4Q16	4,076			
1Q17	3,200	1,150		
2Q17		1,000		
3Q17	2,300		5,570	보유현금 0.3조원 + ← BW 0.5조원 + 외화사채 3억\$ = 1조원
4Q17				
1Q18	1,244			
2Q18	1,100			
3Q18				3Q17~4Q18 모두 합쳐 1.15조원
4Q18	1,255			

IV. 두산인프라코어: 12만 → 12만±α

순차입금 별도로 2.3조원

- 두산인프라코어 별도는 2.3조원의 순차입금까지 감소: 리스트랙처링을 통해 이자비용도 2016년 1,180억원에서, 2018년 1,000억원으로 줄어든 것으로 예상

<그림27> 두산인프라코어 별도 순차입금 3Q17도 2.3조원 정도 안내: 2018년 이자비용 1,000억원으로 감소



별도
순차입금
2.3조원

IV. 두산인프라코어: 12만 → 12만±α

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,050	3,388	3,798	4,038	매출액	5,730	6,508	6,874	7,049
현금 및 현금성자산	539	378	619	770	증가율(%)	-3.9	13.6	5.6	2.6
단기금융자산	157	159	161	162	매출원가	4,404	5,080	5,561	5,697
매출채권	1,038	1,155	1,232	1,275	매출총이익	1,325	1,428	1,313	1,352
재고자산	1,177	1,552	1,639	1,681	판매비와관리비	834	768	584	586
비유동자산	6,977	6,975	6,967	6,954	연구개발비	145	165	174	179
유형자산	1,823	1,887	1,942	1,990	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	4,441	4,334	4,235	4,143	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	10,027	10,364	10,764	10,992	영업이익	491	661	729	766
유동부채	3,653	3,950	4,295	4,212	증가율(%)	-616.2	34.6	10.4	5.1
매입채무	586	660	910	1,148	영업이익률(%)	8.6	10.2	10.6	10.9
단기차입금	952	1,105	939	798	이자수익	12	8	6	9
유동성장기부채	1,305	1,305	1,520	1,305	이자비용	231	195	206	189
비유동부채	2,925	3,275	2,966	2,862	지분법이익(손실)	0	0	-	-
사채	715	1,045	830	830	기타영업외손익	-157	-20	40	40
장기차입금	1,452	1,379	1,241	1,117	세전계속사업이익	82	518	580	637
부채총계	6,578	7,225	7,260	7,074	법인세비용	163	219	215	223
지배주주지분	2,060	1,663	1,945	2,266	세전계속이익률(%)	1.4	8.0	8.4	9.0
자본금	1,037	1,037	1,037	1,037	당기순이익	116	299	365	414
자본잉여금	249	168	168	168	순이익률(%)	2.0	4.6	5.3	5.9
이익잉여금	578	790	1,071	1,392	지배주주귀속 순이익	63	211	281	322
기타자본항목	-313	-332	-332	-332	기타포괄이익	25	26	26	26
비지배주주지분	1,388	1,475	1,559	1,652	총포괄이익	141	324	391	439
자본총계	3,448	3,139	3,504	3,918	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	513	186	931	1,026	주당지표(원)				
당기순이익	116	299	365	414	EPS	305	1,019	1,355	1,550
유형자산감가상각비	148	136	145	152	BPS	9,932	8,017	9,372	10,922
무형자산상각비	110	107	99	92	CFPS	1,545	2,189	2,530	2,728
지분법관련손실(이익)	0	0	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	910	655	655	655	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-124	-200	-200	-200	PER	29.0	8.8	6.6	5.8
무형자산의 처분(취득)	-63	-	-	-	PBR	0.9	1.1	1.0	0.8
금융상품의 증감	-22	-28	-28	-28	PCR	5.7	4.1	3.5	3.3
재무활동 현금흐름	-1,454	445	-187	-364	EV/EBITDA	7.4	6.8	5.8	4.9
단기금융부채의증감	-	152	49	-356	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-1,552	257	-353	-124	ROE	3.1	11.4	15.6	15.3
자본의증감	-	-81	-	-	EBITDA이익률	13.1	13.9	14.2	14.3
배당금지급	0	0	0	0	부채비율	190.8	230.2	207.2	180.6
현금및현금성자산의증감	-21	-161	241	151	순부채비율	108.1	136.9	107.0	79.6
기초현금및현금성자산	560	539	378	619	매출채권회전율(x)	5.0	5.9	5.8	5.6
기말현금및현금성자산	539	378	619	770	재고자산회전율(x)	4.2	4.8	4.3	4.2

자료 : 두산인프라코어, 하이투자증권 리서치센터

IV. 두산인프라코어: 12만 → 12만±α

최근 2년간 투자자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(두산인프라코어)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2016-02-29	Buy	6,000	6개월	6.1%	38.7%
2016-04-20	Hold	9,000	6개월	-18.3%	0.0%
2016-07-11	Buy	9,000	6개월	-13.9%	0.0%
2016-11-08	Buy	12,000	6개월	-25.0%	-15.4%
2017-08-07	Buy	10,000	1년	-14.1%	-3.3%
2017-11-03	Buy	12,000	1년		

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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 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 투자비율 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-

V. 두산밥캣: 오버행과 프로모션 vs. 강력한 출하-재고 회복

(십억원)

두산밥캣	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2015	2016	2017	2018
매출액	930	① 1,075	1,013	1,040	841	995	891	933	4,041	3,950	4,059	3,661
YoY	-3%	-10%	15%	13%	해비 양도해, YoY 비교 의미 없음				8.1%	-2.2%	2.8%	-9.8%
영업이익	93	136	101	108	113	131	116	111	386	414	439	471
금융 / 기타영업외	-15	-40	-12	-17	-18	-17	-17	-16	-93	-129	-83	-67
이자손익	-20	-17	-17	-17	-17	-16	-16	-15	-91	-86	-71	-63
세전사업이익	79	96	89	92	95	114	100	95	293	286	355	403
법인세율									49%	38%	43%	39%
순이익	42	49	55	57	58	69	62	59	148	176	203	248
YoY									187%	19%	15%	22%
영업이익률	10.0%	12.6%	② 10.0%	10.4%	13.4%	13.1%	13.0%	11.9%	9.5%	10.5%	10.8%	12.9%
순이익률	4.5%	4.6%	5.4%	5.5%					3.4%	4.3%	5.0%	6.8%
EPS (원)	417	491	551	566		691	615	588		1,779	2,024	2,473
BPS (원)	30,914	33,417	33,967	34,923			36,808	36,696		33,435	34,923	36,696
컴팩트												
매출액	709	806	754	786	766	906	811	850	3,038	2,979	3,055	3,332
YoY	-2%	-10%	14%	13%	8%	12%	8%	8%	25.9%	-2.0%	2.6%	9.1%
											컴팩트는 9% 성장 ↑	

① IPO 이후 4개 분기 연속 매출 역성장을 거듭하다, 드디어 3Q17 턱어라운에 성공했지만...

② 3Q에 Kubota의 시장 침투에 대응하기 위한 프로모션 확대로 opm 2.8%p 깎아먹음
그러나, 4Q17에는 프로모션 영향 축소 예상

V. 두산밥캣: 오버행과 프로모션 vs. 강력한 출하-재고 회복

두산밥캣(241560)

- **실적:** 2Q17에 미국 시장 YoY 턴업 성공, 그리고 우리는 3Q에 IPO 이후 5개 분기만에 매출 턴어라운드 성공, 그러나 프로모션 비용 집행으로 OPM은 10.0%로 QoQ -2.6%p 하락: 프로모션 제거시 OPM 12.8%로 견조했었는데..
- **2018년 업황:** 북미 시장은 1) 주택관련 지표들 호조 지속, 2) 건설기계 출하-재고 사이클 상승세 지속, 3) 딜러망의 얇은 재고로, 매출 성장세 지속할 것으로 예상
- **2018년 실적:** (컴팩트) 매출 3.3조원으로 9% 성장해, 전체 영업이익은 4,710억원(YoY +7%), 순이익 4,110억원(YoY +30%, 법인세 감면 효과 반영) 예상, 프로모션 효과는 3Q에 딜러망 재고에 까지 반영한 것이어서, 4Q17부터 그 영향이 작아질 전망
- **2018년 목표주가:** 52,000원으로 10.6% 상향: 2018년 타임프레임으로 옮겨서, 타겟 PER 20배 적용 | Valuation 크로스체크 ROE 7.3% / COE 5%(2017년 최저 4.5%)에서 타겟 PBR 1.5배에서 적정주가는 54,000원
- **최근의 변화들**
 - ① PP(포터블파워)_사업 매각 추진: EBITDA 300억원에 멀티플 10~11배로 3천억원대에 매각 추진, 해외 유수 경쟁사들이 관심
 - ② 미국 위그너 공장 1,380만\$ 투자해, 천연가스 파이프라인 설치: 15년 동안 파이프라인을 통해 천연가스 공급, 비용 감소 기대

2017/11/20

조선/기계 최광식

(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

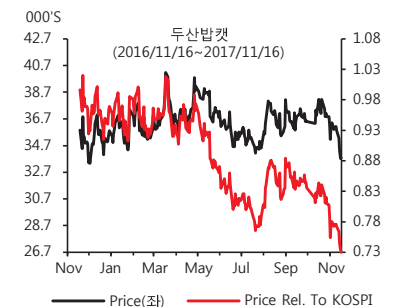
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	47,000원
증가(2017/11/16)	33,800원

Stock Indicator

자본금	52십억원
발행주식수	10,025만주
시가총액	3,388십억원
외국인지분율	24.3%
배당금(2016)	700원
EPS(2017E)	2,025원
BPS(2017E)	34,924원
ROE(2017E)	5.9%
52주 주가	33,400~40,200원
60일평균거래량	154,169주
60일평균거래대금	5.6십억원

Price Trend



V. 두산밥캣: 오버행과 프로모션 vs. 강력한 출하-재고 회복

VALUATION: Target PE 20배

- 라이벌 CNHI와 CAT이 각각 27배, 22배를 인정: 세계 1위 컴팩트로드 회사, 밥캣에게 타겟 PER 20배는 무리하지 않다고 판단
- 2018년으로 VALUATION 타겟을 옮기면서, 동일한 타겟 PER 20배에서 동사목표주가를 기존 47,000원에서 49,000원으로 4% 상향

<그림28> 두산밥캣 타겟 PER 20배에서 목표주가 4.9만원: ROE 7%에서 적정 PBR 1.4배로 도출되는 적정주가 5.1만원에 준함

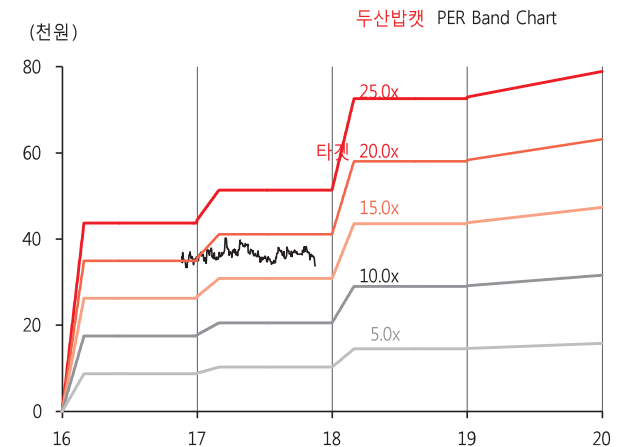
▼ PER

두산밥캣	2014 년	2015 년	2016 년	2017 년	2018 년	2019 년
EPS			1,779	2,024	2,473	2,840
YoY				14%	22%	15%
PER (고)			25.4	18.5		
PER (평)			20.2	18.2		
PER (저)			0.0	9.8		
타겟 PER				20.0	20.0	20.0
적정주가				40,000	49,000	57,000
				8%	33%	54%
목표주가					49,000	
증가 (11.16)					33,800	
					45%	

타겟 PE
20배

▼ PBR Cross -Check

두산밥캣	2014 년	2015 년	2016 년	2017 년	2018 년	2019 년
BPS			33,435	34,923	36,696	38,836
EPS			1,779	2,024	2,473	2,840
PER			21	18.2	14.9	13.0
PBR (고)			1.2	1.3		
PBR (저)			1.0	1.0		
ROE	1.9%	5.1%	5.5%	5.9%	6.9%	7.5%
COE (고)			4.8%	4.5%		
COE (저)			5.9%	6.4%		
적용 ROE			5.5%	5.9%	6.9%	
적용 COE = TRL 참조			5.0%	5.0%	5.0%	←AVG(최고,평균)
Target PBR			1.1	1.2	1.4	
당해 BPS			33,435	34,923	36,696	
적정주가			37,000	41,000	51,000	

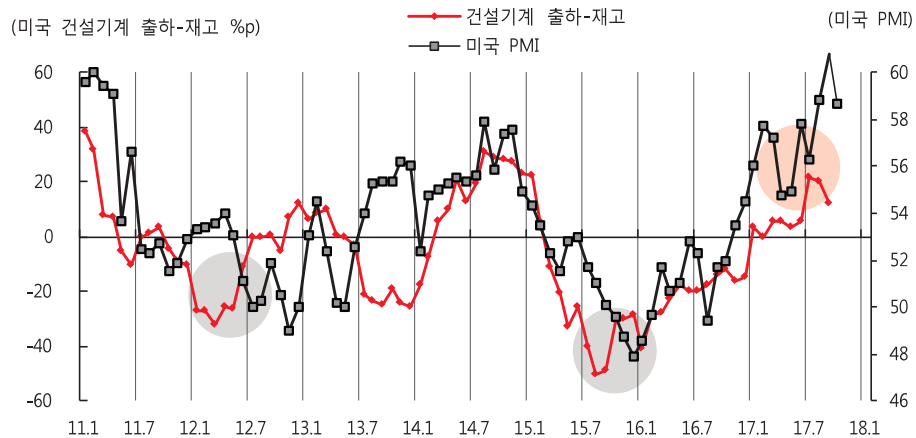


V. 두산밥캣: 오버행과 프로모션 vs. 강력한 출하-재고 회복

두산밥캣을 추천하는 이유 ① 북미 출하-재고 턱업

- 강력한 지표: 2017년초에 플러스 전환한 건설기계의 출하-재고는 여름까지 더 강하게 상승 중
- 출하-재고는 PMI 등 데이터보다 변곡점에서 먼저 돌아서고, 두산밥캣의 매출에 6개월 선행: 곧 두산밥캣의 매출은 최소 2018년 여름까지 좋을 것이라고 판단할 수 있음

<그림29> 북미 건설기계 출하-재고 사이클이 2017년초 턱어라운드했고 더 강해지고 있음



중국 2016년
↓
미국 2017년

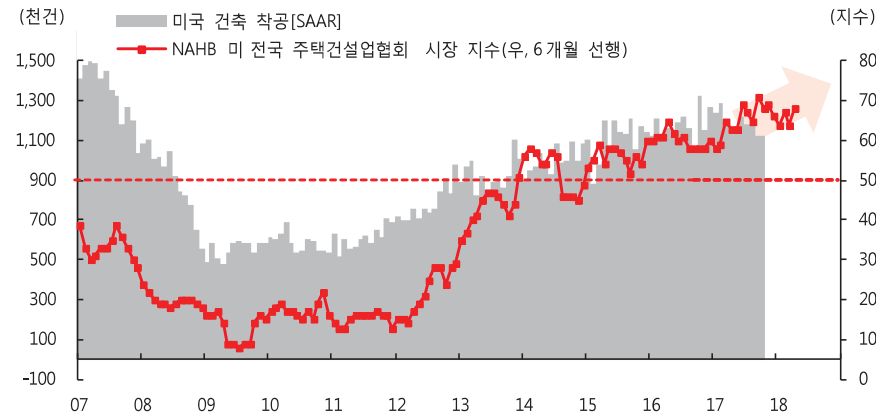
V. 두산밥캣: 오버행과 프로모션 vs. 강력한 출하-재고 회복

두산밥캣을 추천하는 이유 ② 북미 주택관련 지표 양호

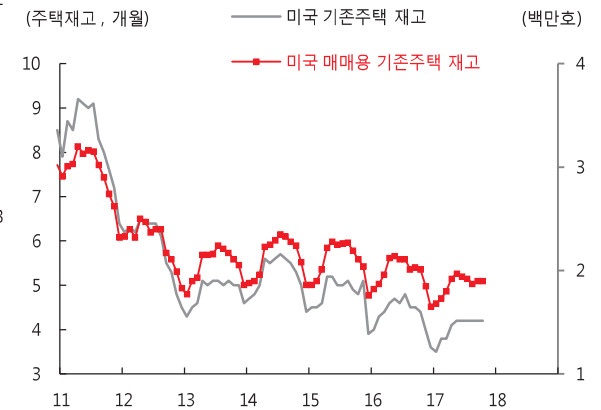
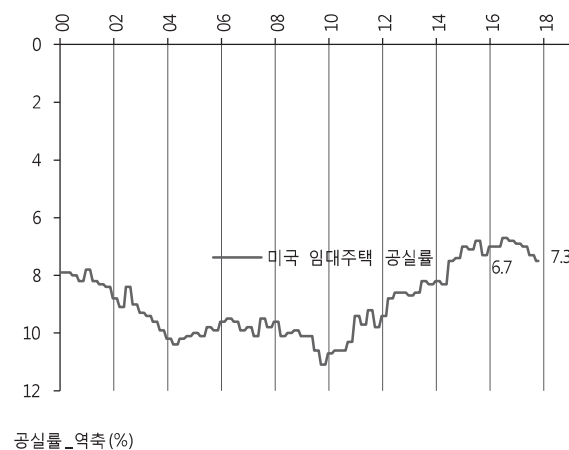
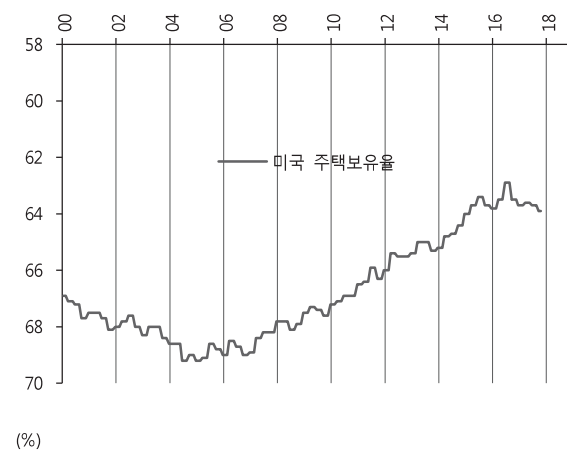
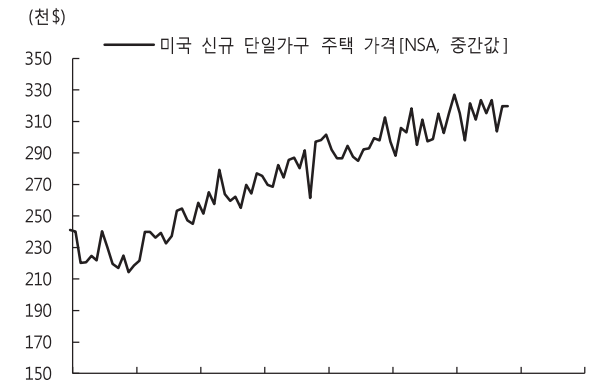
- 여태 좋았고, 여전히 좋음

<그림30> 미국 주택 시장 매크로 지표들: 양호 & 호조세 지속

▼ NABH 체감지수 → 6개월 선행성



양호 양호 양호



자료: 하이투자증권 리서치센터

V. 두산밥캣: 오버행과 프로모션 vs. 강력한 출하-재고 회복

리스크) 오버행, 그리고 프로모션

- 1) **프로모션 영향 지속여부:** Kubota의 공격적 시장 침투에 대응해 3Q 동사도 프로모션 확대에 대응했고, 3Q에 정상적 OPM 12.8%가 10.0%로 떨어지고 255억원 가량의 비용이 발생. → 그러나, 3Q의 프로모션 비용은 딜러망에 나가 있는 2개월 이상 재고에 대해 모두 적용된 것이어서, 4Q17부터 프로모션 내용이 더 많아지지 않는 한, 영향은 약화될 전망
- 2) **오버행:** 11월18일 두산인프라코어의 두산밥캣 지분매각(59.33%) 가능: 그러나 애초 1차 IPO 추진 시 40% 지분을 남기고, 4.1만원 이상 가격을 희망한 바 있기 때문에, → 당장에 물량이 나오기는 어렵다고 판단

<그림31> 2016년 가을~겨울 두산밥캣 IPO 추진 당시의 1차 계획 무산 후, 결국 2차 형태로 IPO 완료

▼ 1차 IPO 추진

	두산인프라코어	두산엔진	FI
▽밥캣 시장가치(조원)	66.6%	11.8%	21.6%
▷ PRE-IPO 시 PEF들 인정	3.4	2.3	0.4
① 밴드 하단	4.1	2.7조원 시총	0.5
② 밴드 상단	5.0	3.3	0.6
구주매출 현금유입(조원)	두산인프라코어	두엔	FI
구주매출비중 →	23.2%	4.1%	21.6%
▷ 3.4조원	0.79	0.1	0.7
① 4.1조원	0.95조원 현금	0.2	0.9
② 5.0조원	1.16	0.2	1.1
구주매출 후 잔여 지분	두산인프라코어	두엔	두산그룹
	43.3%	7.7%	51.1%

▼ 2차 IPO 추진

	두산인프라코어	두산엔진	FI
▽밥캣 시장가치(조원)	66.6%	11.8%	21.6%
① 2차 밴드 하단	2.9	1.9	0.3
② 2차 밴드 상단	3.3	2.2조원 시총	0.4
▷ PRE-IPO 시 PEF들 인정	3.4	2.3	0.4

59.33%
+ 10.55%
??

↓ FI 21.6% 중 5.1%는 두산그룹 출자

구주매출 현금유입(조원)	두산인프라코어	두산엔진	FI	@FI 순수	두인코	FI 두엔	FI 두중
구주매출지분을 →	7.1%	1.3%	21.6%	18.7%	2.9%	1.3%	1.2%
① 2.9조원	0.21조원 현금	0.04	0.63	0.54	0.08	0.04	0.03
② 3.3조원	0.24	0.04	0.71	0.62	0.10	0.04	0.04
▷ 3.4조원	0.24	0.04	0.7	0.6	0.1	0.04	0.0

구주매출 후 잔여 지분	두산인프라코어	두엔	두산그룹	우리사주조합
잔여 지분을	59.4%	10.6%	70.0%	6.0%

V. 두산밥캣: 오버행과 프로모션 vs. 강력한 출하-재고 회복

K-IFRS 연결 요약 재무제표

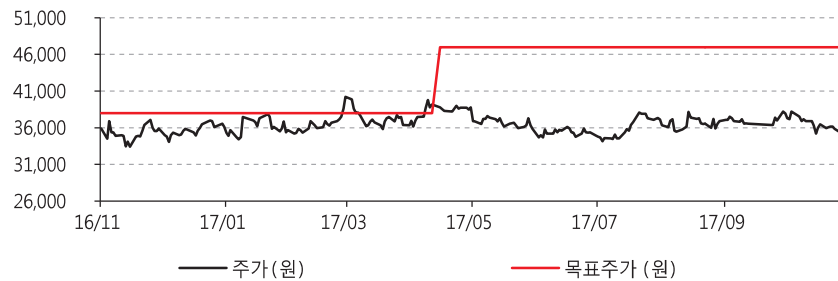
재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,529	1,630	1,581	1,723	매출액	3,950	4,059	3,661	3,808
현금 및 현금성자산	364	402	482	591	증가율(%)	-2.2	2.8	-9.8	4.0
단기금융자산	4	4	4	4	매출원가	3,070	3,133	2,741	2,810
매출채권	416	412	359	362	매출총이익	880	926	920	998
재고자산	701	763	688	716	판매비와관리비	466	487	449	484
비유동자산	4,797	4,808	4,796	4,781	연구개발비	63	64	58	60
유형자산	447	508	545	576	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	4,230	4,181	4,134	4,089	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	6,326	6,437	6,377	6,504	영업이익	414	439	471	514
유동부채	738	845	807	828	증가율(%)	7.4	6.0	7.2	9.2
매입채무	310	400	371	374	영업이익률(%)	10.5	10.8	12.9	13.5
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	3	3	4	4
유동성장기부채	16	16	16	16	이자비용	90	74	67	60
비유동부채	2,236	2,092	1,891	1,783	지분법이익(손실)	-	0	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-21	-6	-4	-4
장기차입금	1,596	1,437	1,293	1,164	세전계속사업이익	286	356	403	454
부채총계	2,974	2,936	2,698	2,611	법인세비용	105	153	155	169
지배주주지분	3,352	3,501	3,679	3,893	세전계속이익률(%)	7.2	8.8	11.0	11.9
자본금	52	49	49	49	당기순이익	180	203	248	285
자본잉여금	3,367	3,175	3,175	3,175	순이익률(%)	4.6	5.0	6.8	7.5
이익잉여금	655	788	965	1,180	지배주주귀속 순이익	169	203	248	285
기타자본항목	-722	-511	-511	-511	기타포괄이익	-56	0	0	0
비지배주주지분	-	0	0	0	총포괄이익	125	203	248	285
자본총계	3,352	3,501	3,679	3,893	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	327	469	595	568	주당지표(원)				
당기순이익	180	203	248	285	EPS	1,779	2,025	2,473	2,840
유형자산감가상각비	64	59	83	89	BPS	33,435	34,924	36,697	38,837
무형자산상각비	48	49	47	45	CFPS	2,963	3,100	3,772	4,180
지분법관련손실(이익)	-	0	-	-	DPS	700	700	700	700
투자활동 현금흐름	-90	-119	-119	-119	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-51	-120	-120	-120	PER	20.2	16.7	13.7	11.9
무형자산의 처분(취득)	-39	-	-	-	PBR	1.1	1.0	0.9	0.9
금융상품의 증감	0	-	-	-	PCR	12.1	10.9	9.0	8.1
재무활동 현금흐름	-303	-425	-214	-200	EV/EBITDA	9.2	8.1	7.0	6.1
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-306	-160	-144	-129	ROE	5.5	5.9	6.9	7.5
자본의증감	4	-195	-	-	EBITDA이익률	13.3	13.5	16.4	17.0
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	88.7	83.9	73.3	67.1
현금및현금성자산의증감	-70	38	80	109	순부채비율	37.1	29.9	22.4	15.0
기초현금및현금성자산	434	364	402	482	매출채권회전율(x)	9.7	9.8	9.5	10.6
기말현금및현금성자산	364	402	482	591	재고자산회전율(x)	5.3	5.5	5.0	5.4

자료 : 두산밥캣, 하이투자증권 리서치센터

V. 두산밥캣: 오버행과 프로모션 vs. 강력한 출하-재고 회복

최근 2년간 투자자의 변동 내역 및 목표주가 추이(두산밥캣)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2016-11-08	Buy	38,000	6개월	-6.7%	-1.4%
2017-01-31	Hold	38,000	6개월	-2.7%	5.8%
2017-05-02	Buy	47,000	6개월	-22.3%	-17.0%
2017-08-07	Buy	47,000	1년	-22.1%	-18.7%
2017-11-20	Buy	49,000	1년		

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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 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 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-