



2018/04/11

현대건설기계(267270)

매출 목표 3.3조원은 가뿐히 넘기는 판매 추세: 인도 호조

■ 3월 중국건설장비 M/S 3.6%, 누적 M/S 4.5%(YoY + 1.3%p)

동사 중국 3월 판매는 1,329대(YoY +126%)로 연간 누적으로도 +106%로 시장의 3월 +78%, 누적 45%보다 좋다<그림2>. 그런데 2월~3월 주가는 하락했다<그림1>. 다만, 3월 M/S가 3.6%를 기록해 2월까지의 누적 6.3%에 비해 낮아졌다라는 지적이 있는데, 2016년과 2017년에 3.1%까지 빠진 M/S는, 채널망 구축 등 때문에 올해는 연누적 4.5%로 1.4%p, 1.5배나 좋아진 것이다. 주가가 이렇게 빠질 일은 아니다. 동사의 중국 판매는 2배 성장하고 있다.

■ 신흥시장, 특히 3월까지 인도의 YoY 성장에 주목

1월과 2월의 울산항 수출은 각각 18%, 31%로 호조를 띠고 있다<그림5>. 한국 전체의 건설기계 수출(잠정)도 1월 YoY +34%에 달했다. 익히 알려진 중국 외에도 신흥시장(중국외) +35% 중에서도 특히 인도가 +45%를 기록했는데, 3월의 성장폭은 +116%에 달한다.. 선진시장도 +13%로 견조하다.

■ 중국/인도 포함 1Q 매출 0.88조원, 일회성 넣고도 OP 350억원

절대값은 다르지만 방향성이 맞는 지역별 수출(잠정)<그림4>을 바탕으로 추정한 1Q18 매출은, 9,300억원(인도/중국 법인 기저 제거하고도 YoY +24%)도 가능하다<표2>. 법인 인수 효과를 확인 전이라 수출 성장폭을 30% 할인해 매출 8,794억원(YoY +36% = 자체사업 +18%p + 해외법인 효과 18%p) 예상치에, 250억원 미실현손익을 적용하고도 OPM 4.0%, 영업이익 349억원을 예상한다<표1>.

■ 가이던스보다 높은 연매출 3.4조원 예상, 현PER 11배에 불과

사측이 제시한 매출 목표는 3.3조원이었지만, 현재의 수출 성장폭이 유지될 경우 무려 3.6조원의 매출도 가능한 것으로 도출된다<표2>. 다만, 지역별 성장폭을 30% 할인해 적용할 경우 매출 3조 4,007억원(공표 YoY +35%, 사실상 YoY +18%)으로 동사의 목표를 뛰어넘는 성장이 가능한 것으로 예상치를 상향 조절한다<표1>. 사실상의 매출 신장 18%에서 레버리지 효과를 일부 반영할 경우 OPM 6.1%에서 영업이익 2,080억원, 지배주주 순이익 1,450억원으로, 현 주가는 11배 PBR을 1.3배(ROE 12%)에 불과하다.

타겟 PER 15배, 목표주가 25만원, Buy 의견, 기계 최선호주를 유지한다.

조선/기계 최광식

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

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	250,000원
종가(2018/04/11)	171,100원

Stock Indicator

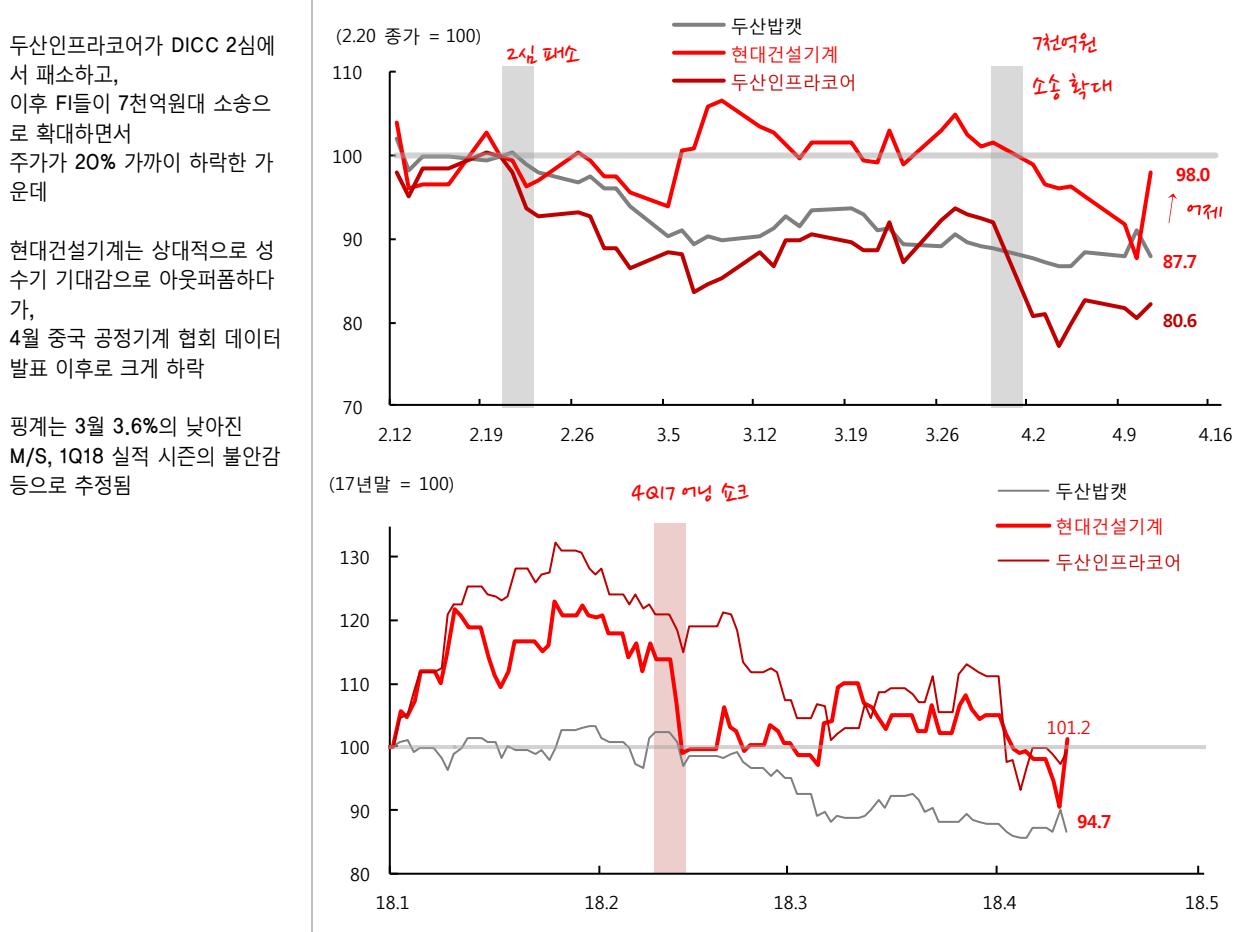
자본금	49십 억원
발행주식수	988만주
시가총액	1,511십 억원
외국인지분율	8.4%
배당금(2017)	-
EPS(2018E)	15,397원
BPS(2018E)	134,035원
ROE(2018E)	12.2%
52주 주가	105,724~208,000원
60일평균거래량	59,985주
60일평균거래대금	10.9십 억원

Price Trend



주가는 왜 빠지고 오르는가?

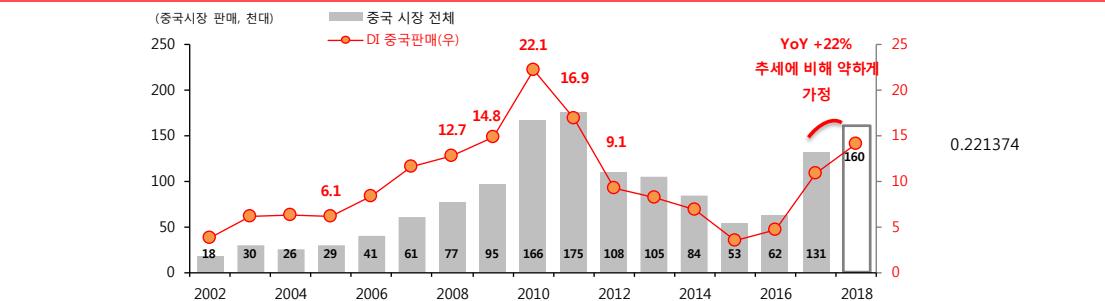
<그림 1> 피어그룹 두산인프라코어가 DICC 2심 패소, 이후 7천억원대 소송 확대로 주가가 하락하는 가운데...
2월~3월의 동사 주가 하락에는 뚜렷한 이유를 찾기 어려움, 4Q17 실적 실망감의 연속선상일 것으로 추정



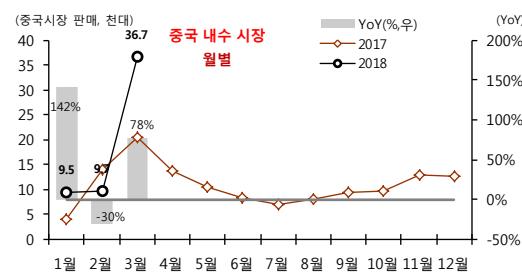
자료: 하이투자증권 리서치

1Q18 중국에서 YoY +106% 성장, 누적 M/S 4.5%

<그림 2> 3월까지 중국 판매는 누적 YoY +45% 성장하는 가운데, 현대건설기계는 +106%로 성장했고
비록 3월 M/S는 3.6%로 1월~2월보다 낮아졌지만, 올해 누적 M/S는 4.5%로 2016년~2017년 3.1%보다 1.5 배 강해진 것



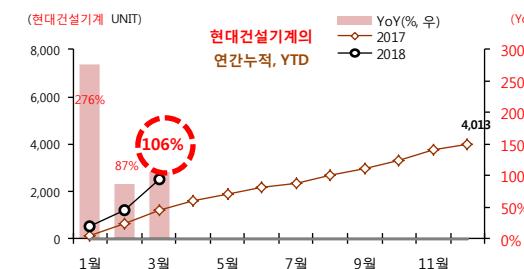
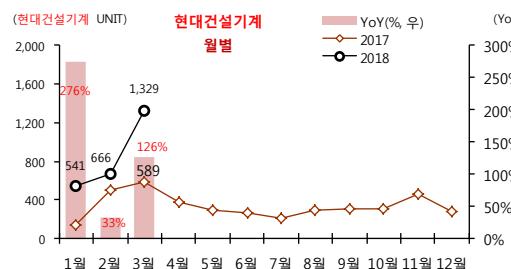
▼ 월별 ▷ 중국 시장



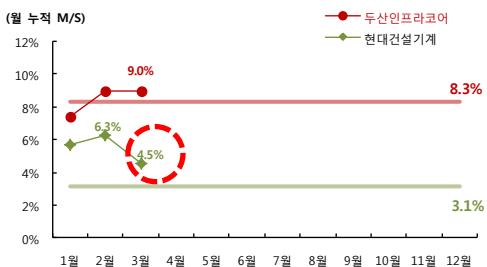
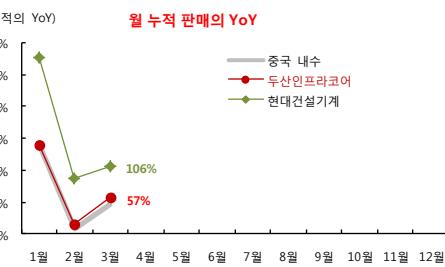
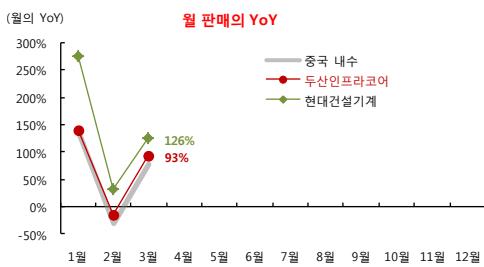
▼ 월 누적



▷ 현대건설기계



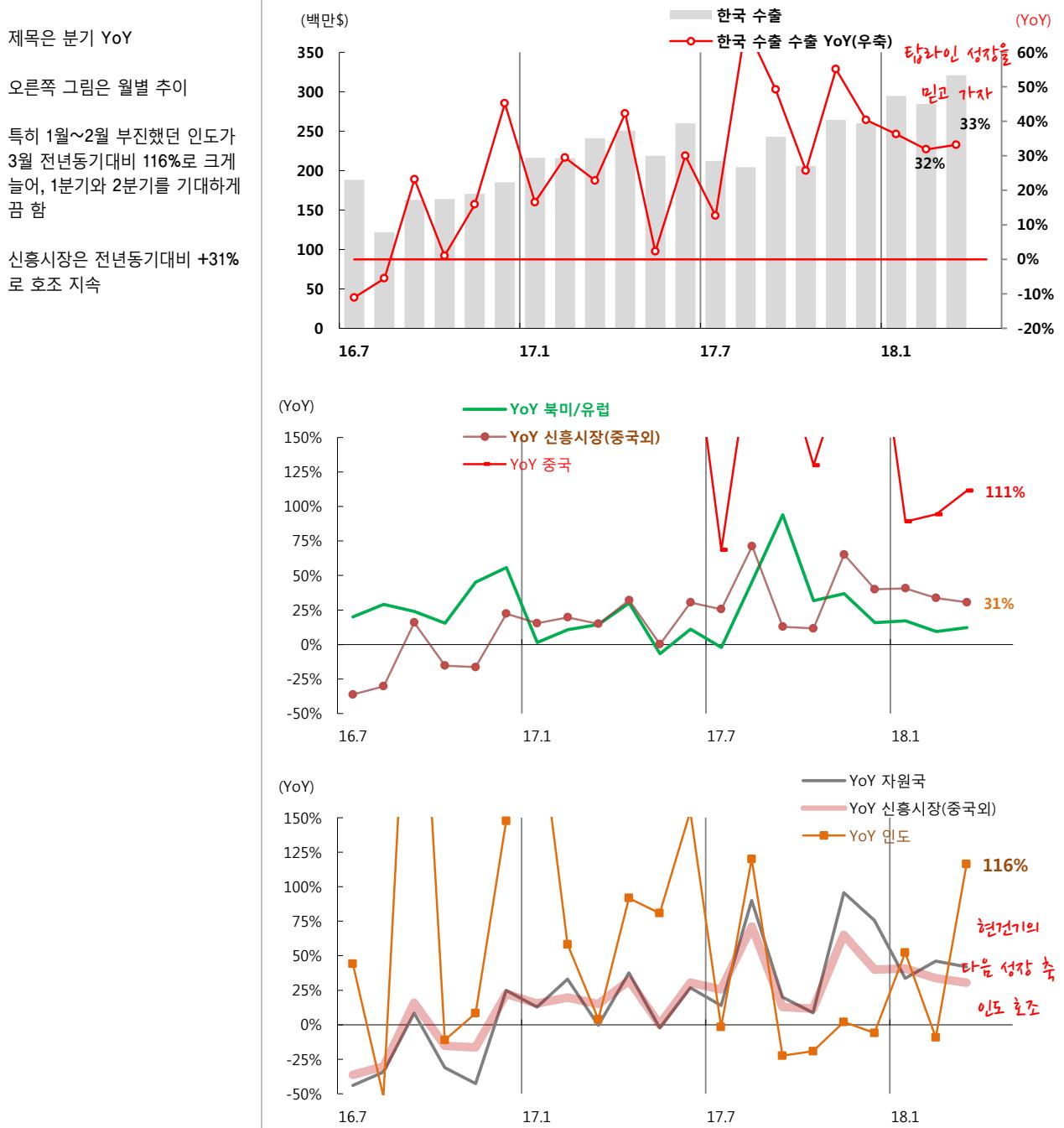
▷ 2사 비교



자료: 하이투자증권 리서치, 현대건설기계

수출 좋다: 1분기 YoY +33%, 인도 3월 +116%

<그림 3> 전년동기대비 1분기 잠정 수출은, 전체가 +34%, 중국 +111%, 신흥시장 +35%(인도 +45%)로 호조



자료: 하이투자증권 리서치, 한국무역협회

1Q18 프리뷰: 9천억원 이상 매출, 일회성에도 300억원 후반 EBIT

<표 1> 현대건설기계 1Q18에 250 억원 일회성에도 4.0% OPM에서 347 억원 영업이익 예상,
매출단은 공표 기준 +36% = 중국/인도 법인 효과 18%p + 사업 자체의 성장을 18%

현대건설기계(연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	목표2018	2018	2019
	(십억원)												
매출액 YoY	644 -4%	683 0%	613 34%	590 44%	879.4 36%	989 45%	818 33%	720 22%	2,011 -10%	2,531 26%	3,283 30%	3,407 35%	3,655 7%
④ 기존 매출 YoY									2,011	2,531		2,987	3,155
⑤ 해외법인 증가분												420	500
영업이익	43	36	44	15	34.7	76	59	38	102	138	수익성	208	226
금융/기타영업외	-10	-2	-1	-22	-1	-4	-4	-5		-36	기술경쟁력	-14	-11
이자손익					-1	-1	-2	-2		-11.1		-5	-9
외환거래손익	0	6	4	-12	1	-1	-1	-1			-3	-1	-2
기타영업외	-10	-8	-5	-10	-2	-2	-2	-2		-21		-8	0
세전사업이익	32	34	43	-7	33	72	55	34	102	신제품	194	215	
지배주주순이익	25	27	33	-13	25.0	54	41	25	72	글로벌	145	159	
영업이익률	6.6%	5.2%	7.2%	2.6%	4.0%	7.7%	7.2%	5.3%	5.0%	5.4%	6.1%	6.2%	
지배주주순이익률	3.9%	3.9%	5.3%	-2.2%	2.8%	5.5%	5.0%	3.5%		2.8%	4.3%	4.3%	
EPS(원)	7,059	7,487	9,097	-1,299	2,527	5,492	4,155	2,550	27,036	7,281	14,724	16,082	
BPS(원)					121,165	126,656	130,812	133,362	200,025	118,638	133,362	149,444	

자료: 하이투자증권 리서치

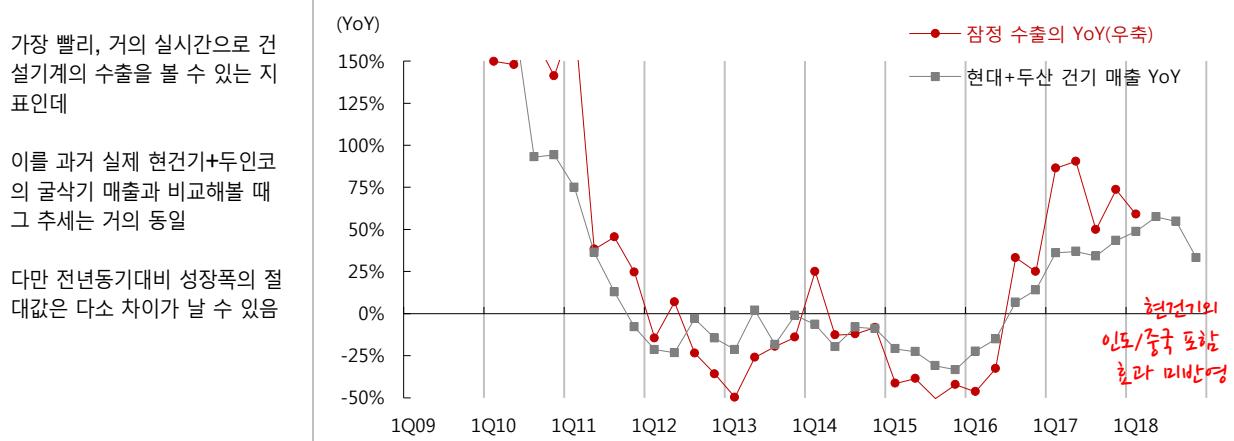
<표 2> 한국 건설기계의 1분기 잠정수출 폭을 이용할 경우, 이론적으로 9,300 억원의 매출까지 도출됨...

이를 30% 할인해 +18% 매출 신장 예상: 18%는 작년의 1분기에 인도/중국 생산법인이 포함된 것으로 기저를 두고 도출된 값

지역별	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	YoY	1Q18(e-MAX)	YoY(잠정수출)	2018(e-MAX)	YoY(잠정수출)	(십억원)	
중국	96.2	79.5	80.7	97.8	354.2	93%	173.2	80%	637.6	2023.4	80%	
신흥시장(중국 외)	259	271.2	238.4	264.6	1033.2	20%	348.6	35%	1,385.8	47%	34%	
↳ 중국, 인도 외	179.8	197.2	185.1	186.9	749	15%	233.7	30%	973.7		46%	
↳ 인도	79.2	74	53.3	77.7	284.2	36%	114.8	45%	412.1		30%	
국내시장	164.9	175	136.7	103.6	580.2	32%	148.4	-10%	522.2		-10%	
선진시장	228.1	250.9	233.9	210.5	923.4	28%	257.8	13%	1043.4		13%	
↳ CNHi	25.8	36.2	28.1	28.0	118.1	1227%						
매출(2017년도 연결)	748.2	776.6	689.7	676.5	2,891.0	31%	927.9	24%	3,589.0	24%		
할인율 30%												
구분	HI 투자증권 예상				추이 적용 MAX							
	1Q18(e-MAX)	YoY(할인)			2018(e-MAX)	YoY(할인)						
↳ 중국	150.1	498.7	56%		552.6	1938.3	56%					
↳ 신흥시장(중국 외)	348.6		35%		1,385.8		34%					
↳ 중국, 인도 외	217.6		21%		906.3		21%					
↳ 인도	104.1		32%		373.7		32%					
↳ 국내시장		131.9		-20%		464.2		-20%				
↳ 선진시장		248.9		9%		1007.4		9%				
↳ CNHi					879.4	18%			3,409.9	18%		

자료: 하이투자증권 리서치

<그림 4> 잠정 수출과 두산인프라코어 건기 BG(해비) + 현대건설기계 합산 매출의 성장폭: 추세가 잘 맞다

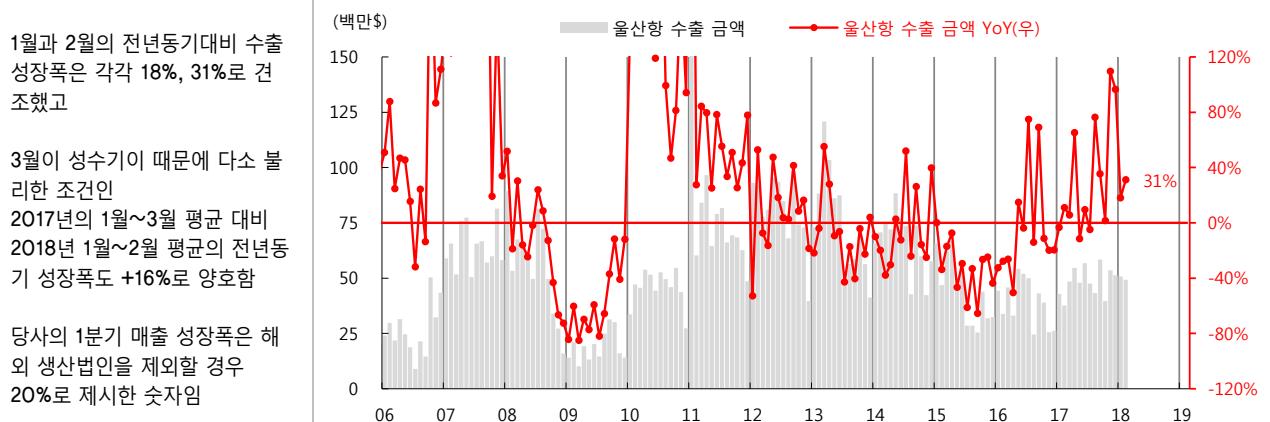


자료: 하이투자증권 리서치, 한국무역통계

<그림 5> 울산항 건설기계 수출, 2월 31%, 3월은 성수기로 더 좋았을 것으로 추정됨

2018년 1월~2월의 평균과 2017년의 1월~3월 평균의 성장폭은 16% 정도로 잡힘

현재 당사 1분기 매출 추정은 해외법인(중국, 인도) 포함 효과 제거할 경우 18% 성장으로 잡혀있음



자료: 하이투자증권 리서치, 한국무역협회

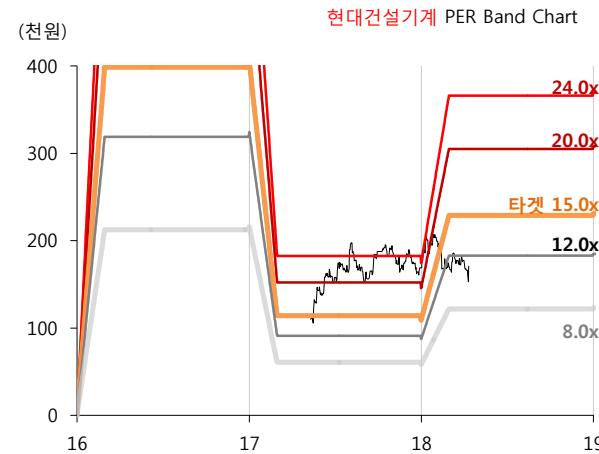
Valuation 점검: 목표주가 25만원 유지

<표 3> 현대건설기계의 목표주가 25 만원 유지: FWD 2Y EPS x 적정 PER 15 배 = 24 만원 ~ ROE 12%에서 타겟 PB 1.9 배는 25 만원

계정	2016년	2017년	2018년	계정	2016년	2017년	2018년	2019년
EPS	27,036	20,064	40,574	매출액	2,011	2,531	3,407	3,655
BPS	200,025	326,922	367,495	영업이익	102	138	208	226
EPS_유/무증 후	27,036	7,281	14,724	지배주주순이익	97	72	145	159
BPS_유/무증 후	200,025	118,638	133,362	EPS_유증 전	27,036	20,064	40,574	44,317
PBR(고)		3.33	1.63	EPS_유/무증 후	27,036	7,281	14,724	16,082
PBR(저)		1.27	1.26	PER Cross-Check				
ROE	14%	7.6%	13.5%	FWD 0Y~1Y				
ROE_유증_후	14%	7.6%	11.7%	적용 EPS	20,064	40,574	44,317	
COE(고)		2.3%	7.2%	⑧	10	110,000	154,000	161,000
COE(평)		3.1%	9.1%	12	132,000	185,000	193,000	
적용ROE = FWD +0Y		7.6%	11.7%	타겟 PER 15	165,000	230,000	241,000	
적용COE			6.0%	20	220,000	308,000	322,000	
Target PBR			1.90	목표주가	250,000			
적정주가			253,000	종가(04.11)	171,000			
				상승여력	46%			

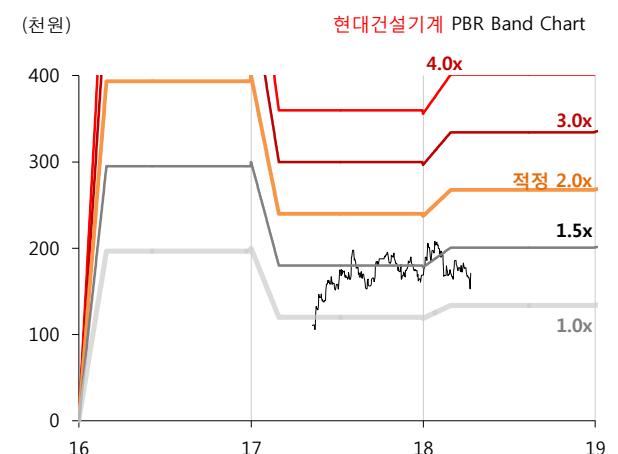
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 6> 현대건설기계 PER 밴드



자료: 하이투자증권

<그림 7> 현대건설기계 PBR 밴드



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)			
		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산		1,553	1,618	1,674	1,727
현금 및 현금성자산		426	398	383	416
단기금융자산		3	3	3	3
매출채권		425	583	608	599
재고자산		691	624	670	697
비유동자산		675	769	863	955
유형자산		539	567	593	618
무형자산		122	122	122	122
자산총계		2,229	2,387	2,536	2,681
유동부채		786	764	753	730
매입채무		178	157	164	157
단기차입금		215	182	155	132
유동성장기부채		24	24	24	24
비유동부채		272	307	309	308
사채		140	140	140	140
장기차입금		61	55	49	44
부채총계		1,058	1,071	1,061	1,037
지배주주지분		1,172	1,317	1,476	1,645
자본금		49	49	49	49
자본잉여금		1,024	1,024	1,024	1,024
이익잉여금		45	190	349	518
기타자본항목		53	53	53	53
비지배주주지분		-1	-1	-1	-1
자본총계		1,171	1,316	1,475	1,644

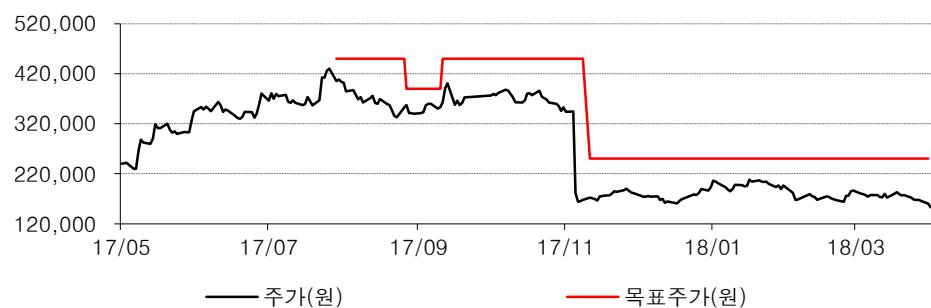
포괄손익계산서		(단위:십억원, %)			
		2017	2018E	2019E	2020E
매출액		1,887	3,407	3,655	3,807
증가율(%)		-	80.6	7.3	4.1
매출원가		1,537	2,754	2,951	3,071
매출총이익		350	653	704	735
판매비와관리비		254	446	478	498
연구개발비		23	41	44	46
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		95	208	226	238
증가율(%)		-	118.3	8.6	5.3
영업이익률(%)		5.0	6.1	6.2	6.2
이자수익		3	4	8	9
이자비용		14	10	17	16
지분법이익(손실)		-	-	-	-
기타영업외손익		-11	-8	-	-
세전계속사업이익		70	194	215	228
법인세비용		23	48	56	59
세전계속이익률(%)		3.7	5.7	5.9	6.0
당기순이익		47	145	159	169
순이익률(%)		2.5	4.3	4.3	4.4
지배주주귀속 순이익		47	145	159	169
기타포괄이익		0	-1	-1	-1
총포괄이익		46	144	158	167
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

현금흐름표		(단위:십억원)			
		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름		8	351	113	141
당기순이익		47	145	159	169
유형자산감가상각비		18	12	14	15
무형자산상각비		21	-	-	-
지분법관련손실(이익)		-	-	-	-
투자활동 현금흐름		-105	-168	-168	-168
유형자산의 처분(취득)		-26	-40	-40	-40
무형자산의 처분(취득)		-15	-	-	-
금융상품의 증감		0	-67	-67	-67
재무활동 현금흐름		225	-180	-174	-169
단기금융부채의증감		-	-32	-27	-23
장기금융부채의증감		-	-6	-5	-5
자본의증감		379	-	-	-
배당금지급		-	-	-	-
현금및현금성자산의증감		130	-28	-15	34
기초현금및현금성자산		296	426	398	383
기말현금및현금성자산		426	398	383	416

주요투자지표		(단위:억원)			
		2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS		7,649	14,724	16,082	17,072
BPS		118,638	133,362	149,444	166,516
CFPS		13,956	15,973	17,469	18,589
DPS		-	-	-	-
Valuation(배)					
PER		22.1	11.6	10.6	10.0
PBR		1.4	1.3	1.1	1.0
PCR		12.1	10.7	9.8	9.2
EV/EBITDA		12.6	7.7	7.0	6.4
Key Financial Ratio(%)					
ROE		8.0	11.7	11.4	10.8
EBITDA 이익률		7.1	6.5	6.6	6.6
부채비율		90.3	81.3	71.9	63.1
순부채비율		0.9	0.0	-1.2	-4.8
매출채권회전율(x)		8.9	6.8	6.1	6.3
재고자산회전율(x)		5.5	5.2	5.7	5.6

자료 : 현대건설기계, 하이투자증권 리서치센터 주석 2017년은 2Q17~4Q17의 합산 실적

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(현대건설기계)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-08-07	Hold	450,000	1년	-62.3%	-58.3%
2017-09-05	Hold	390,000	1년	-58.9%	-57.6%
2017-09-20	Buy	450,000	1년	-59.2%	-56.6%
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 현대건설기계와 계열사 관계에 있습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 당사는 현대건설기계와 계열사 관계에 있습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 최광식)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 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 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

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

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

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

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

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-