

2018/05/03

현대건설기계(267270)

2Q에도, 2019년에도 성장

■ 1Q18: 서프라이즈 시현

동사는 1Q에 매출액 9,305억원(전기는 모두 중국/인도 법인 포함 전 YoY +44%, QoQ 58%), 영업이익 618억원(YoY +58%, QoQ -66%), 지배주주순이익 305억원(YoY +21%, QoQ 흑자전환)으로 당사 및 시장 기대치를 상회하는 서프라이즈를 시현했다<표1>. 200억원대로 안내되었던 재고자산 미실현손익이 판매 호조로 48억원으로 작았고, 본업의 영업레버리지 효과도 확실히 보였다.

■ 피크아웃?, 2019년 중국?: 동사와 신흥국은 2019년에도 성장!

건설기계에 대한 고민은 피크아웃이다. CAT도 1Q18에 94년 이래 최고 실적을 기록했음에도 1Q 피크아웃 논리로 실적 발표 다음날 주가가 -6.2%나 하락했고, 올해 17만대로 달리는 중국 시장이 내년에 역성장이 불가피한 것이 아닌가 하는 걱정도 (남북경협 영향 전에) 주가에 반영되었다.

그러나, 동사는 중국보다 신흥시장 영향이 더 커서 늘 2Q가 1Q보다 좋았고, 1Q의 중국/인도 생산법인 흡수에 따라 재고자산 미실현손익 -48억원의 기저효과로 2분기가 더 양호하다<표2>.

2019년도 중국이 13만 안팎으로 20% 안팎 역성장 하더라도 1) 동사는 한때 중국에서 16%에 달했던 M/S가 작년과 재작년 2.5%를 바닥으로 회복 중이며, 2) 중대형 MIX 확대에 P growth를 기대할 수 있으며, 3) 동사 판매에서 12%를 차지하는 중국보다, 1/3을 차지하는 신흥시장 성장이 더 중요하다. 중국에 후행성을 띄는 아시아 건설장비 강세, 자원국과 중동 수요의 회복, 그리고 3만대급으로 성장 중인 인도 등으로 2019년에도 동사의 성장세 지속을 예상한다<표3>. 사측은 3년여의 건설장비 경기 확산을 기대한다. 하반기 비수기에 따른 조정요인은 있지만, 성장이 끝나지 않았다.

■ 목표주가 25만원과 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 타겟 PBR 2.0배에서 25만원을 유지한다. 4월 중국 판매는 1천대를 넘어 좋았고, 한국의 건설장비 잠정 수출 4월 데이터도 YoY +25%로 성장세를 유지 중이다.

조선/기계 최광식

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

Buy(Maintain)

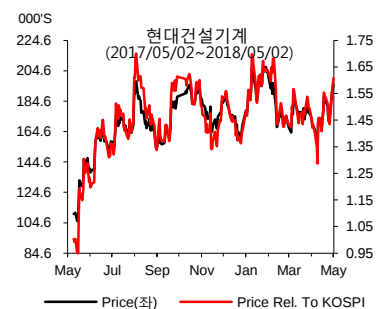
목표주가(12M) 250,000원

종가(2018/02/08) 195,500원

Stock Indicator

자본금	49십억원
발행주식수	988만주
시가총액	1,931십억원
외국인지분율	8.7%
배당금(2017)	-
EPS(2018E)	11,815원
BPS(2018E)	130,453원
ROE(2018E)	9.5%
52주 주가	105,724~208,000원
60일평균거래량	71,416주
60일평균거래대금	12.7십억원

Price Trend



1Q18 Review: 컨센서스 큰 폭 상회

<표 1> 현대건설기계 1Q18: 재고자산 미실현손실 48 억원으로 우려보다 작았고, 매출단 호조로 어닝 서프라이즈 시현

(십억원)

계정	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18 [㉠]	y-y	q-q	컨센서스 04월26일	당사 [㉡]	차이 ㉠/㉡
매출액	644.4	683.2	613.2	590.3	930.5	44%	58%	852	879	6%
영업이익	42.6	35.8	44.2	15.2	61.8	45%	306%	43	35	78%
영업외	-10.2	-2.0	-1.5	-21.9	-0.8	적지	적지	-3	-1	
세전이익	32.4	33.8	42.7	-6.7	61.0	88%	흑전	40	33	83%
순이익	25.3	26.8	32.6	-12.8	49.8	97%	흑전	29	25	100%
지배주주순이익	25.3	26.8	32.6	-12.8	30.5	21%	흑전	27	25	0.2
영업이익률	6.6%	5.2%	7.2%	2.6%	6.6%	0.0%p	4.1%p	5.1%	4.0%	2.7%p
순이익률	3.9%	3.9%	5.3%	-2.2%	5.4%	1.4%p	7.5%p	3.4%	2.8%	2.5%p

일회성들	1Q17	3Q17	4Q17	1Q18
재고자산 미실현 손익	-25.5	-0.8	-1.8	-4.8
임단협			-6.8	
환율 영향(추정)			-4.4	
알려진 손실 요인	-25.5	-0.8	-13.0	-4.8
최상의 영업이익 가정	61.3	45.0	28.2	66.6
영업이익률	9.0%	7.3%	4.8%	7.2%

자료: 하이투자증권 리서치

<표 2> 영업이익이 1Q 보다 2Q 가 좋아왔었음

년도	1Q	2Q	3Q	4Q
05	3.0	21.7	20.4	20.3
06	28.3	36.8	19.4	13.5
07	27.4	37.1	33.9	31.1
08	58.0	53.9	41.3	-39.9
09	-43.1	13.7	6.3	-6.5
10	85.8	131.4	93.9	77.6
11	213.7	154.6	68.1	23.7
	↑ 중국 및 신흥국 다운 사이클			
12	110.6	75.6	61.6	28.3
13	68.5	85.7	32.7	7.4
14	38.6	22.1	-7.3	-86.7
15	0.2	-1.7	-28.5	-86.3
16	39.7	32.4	19.8	9.6
17	42.6	35.8	44.2	15.2
	↑ 재고자산 미실현손실			
18	61.8	76.1	58.9	38.2
	↑ 재고자산 미실현손실			
05~17	673.3	699.1	405.9	7.2

자료: 하이투자증권 리서치

가이던스와 실적: 결국 신흥 시장!

<표 3> 현대건설기계 실적 예상: 2018 년 매출 사측 가이던스를 넘어서는 매출, 2Q18 더 좋을 것

현대건설기계	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	목표2018	2018	2019
매출액	644	683	613	590	930.5	961	795	664	2,011	2,531	3,283	3,351	3,572
YoY	-4%	0%	34%	44%	44%	41%	30%	13%	-10%	26%	30%	32%	7%
계절성	상반기: 66%			34%	상반기: 56%			44%					
영업이익	43	36	44	15	61.8	72	56	33	102	138	수익성	224	256
금융/기타영업외	-10	-2	-1	-22	-1	-4	-4	-5		-36	기술경쟁력	-13	-11
세전사업이익	32	34	43	-7	61	69	52	29		102	신제품	210	245
지배주주순이익	25	27	33	-13	30.5	36	33	17		72	글로벌	117	135
영업이익률	6.6%	5.2%	7.2%	2.6%	6.6%	7.5%	7.0%	5.0%	5.0%	5.4%		6.7%	7.2%
지배주주순이익률	3.9%	3.9%	5.3%	-2.2%	3.3%	3.8%	4.2%	2.6%		2.8%		3.5%	3.8%
EPS(원)	7,059	7,487	9,097	-1,299	3,088	3,651	3,346	1,729	27,036	7,281		11,815	13,661
BPS(원)					121,726	125,377	128,723	130,453	200,025	118,638		130,453	144,114

자료: 하이투자증권 리서치

주: EPS는 유상증자를 반영한 수치

<표 4> 현대건설기계 지역별 판매 성장률

지역별	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	YoY	1Q18	YoY	2018(e-MAX)	YoY(잠정수출)
중국	96.2	79.5	80.7	97.8	354.2	93%	242.4	152%	619.9	75%
신흥시장(중국 외)	259	271.2	238.4	264.6	1033.2	20%	335.6	30%	1,268.3	23%
↳ 중국, 인도 외	179.8	197.2	185.1	186.9	749	15%	234.7	31%	898.8	20%
↳ 인도	79.2	74	53.3	77.7	284.2	36%	100.9	27%	369.5	30%
국내시장	164.9	175	136.7	103.6	580.2	32%	142.3	-14%	522.2	-10%
선진시장	228.1	250.9	233.9	210.5	923.4	28%	249.3	9%	1015.7	10%
↳ CNHi	25.8	36.2	28.1	28.0	118.1	1227%	27.7	7%		
매출(2017년도 연결)	748.2	776.6	689.7	676.5	2,891.0	31%	969.6	30%	3,426.0	19%

지역별 성장률
반영

위를 10% 할인

구분	2018(e)	YoY(할인)
중국	593.3	68%
신흥시장(중국 외)	1,268.3	23%
↳ 중국, 인도 외	883.8	18%
↳ 인도	360.9	27%
국내시장	464.2	-20%
선진시장	1006.5	9%
↳ CNHi		
매출(해외법인 연결)	3,332.2	15%

자료: 하이투자증권 리서치

주: EPS는 유상증자를 반영한 수치

Valuation 점검: 목표주가 25만원 유지

<표 5> 현대건설기계의 목표주가 25만원 유지: 타겟 PBR 2.0 배

계정	2016년	2017년	2018년
EPS	27,036	7,281	11,815
BPS	200,025	118,638	130,453
PBR(고)		3.33	1.66
PBR		2.48	1.50
PBR(저)		1.27	1.16
ROE	14%	7.6%	13.2%
적용ROE		7.6%	13.2%
↳ 당해 0Y, 다음해 1Y	+0~1Y	+0Y	+0Y
적용ROE = FWD +0Y		7.6%	13.2%
적용COE			7.0%
Target PBR			1.90
적정주가			248,000
목표주가			250,000
종가(05.03)			195,500
상승여력			28%

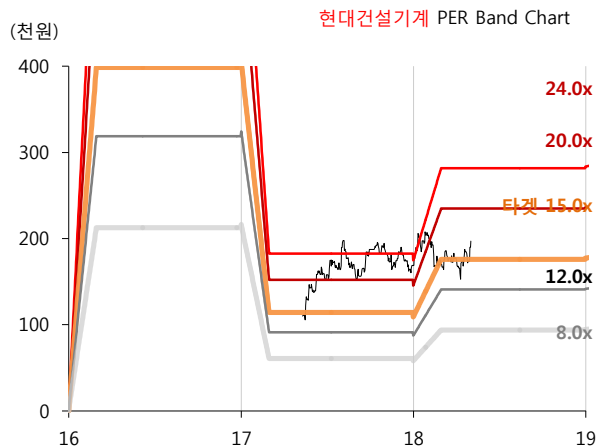
계정	2016년	2017년	2018년	2019년
매출액	2,011	2,531	3,351	3,572
영업이익	102	138	224	256
지배주주순이익	97	72	117	135
EPS	27,036	7,281	11,815	13,661

PER Cross-Check

⑥	10	73,000	118,000	137,000
	12	87,000	142,000	164,000
타겟 PER 15	109,000	177,000	205,000	
	20	146,000	236,000	273,000

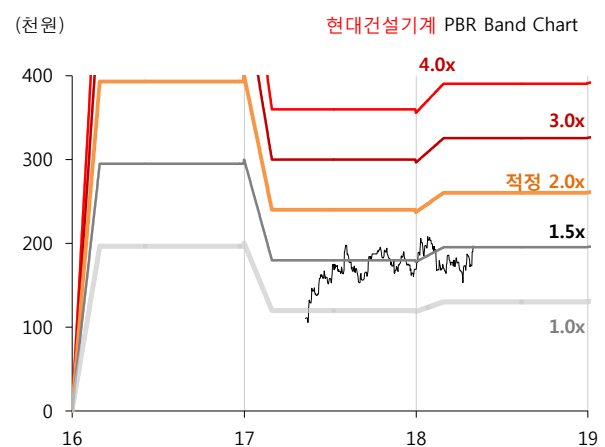
자료: 하이투자증권 리서치
주: EPS는 유상증자를 반영한 수치

<그림 1> 현대건설기계 PER 밴드



자료: 하이투자증권

<그림 2> 현대건설기계 PBR 밴드



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표 (단위:십억원)					포괄손익계산서 (단위:십억원,%)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,553	1,664	1,747	1,821	매출액	1,887	3,351	3,572	3,720
현금 및 현금성자산	426	580	597	659	증가율(%)	-	77.6	6.6	4.1
단기금융자산	3	3	3	3	매출원가	1,537	2,684	2,843	2,953
매출채권	425	457	482	467	매출총이익	350	667	729	767
재고자산	691	614	654	681	판매비와관리비	254	443	473	492
비유동자산	675	769	862	954	연구개발비	23	40	43	45
유형자산	539	567	593	618	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	122	122	122	122	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,229	2,433	2,609	2,776	영업이익	95	224	256	275
유동부채	786	795	789	760	증가율(%)	-	134.9	14.5	7.3
매입채무	178	189	202	189	영업이익률(%)	5.0	6.7	7.2	7.4
단기차입금	215	182	155	132	이자수익	3	4	8	9
유동성장기부채	24	24	24	24	이자비용	14	10	17	16
비유동부채	272	306	306	305	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	140	140	140	140	기타영업외손익	-11	-7	-	-
장기차입금	61	55	49	44	세전계속사업이익	70	210	245	265
부채총계	1,058	1,100	1,095	1,066	법인세비용	23	49	64	69
지배주주지분	1,172	1,288	1,423	1,575	세전계속이익률(%)	3.7	6.3	6.9	7.1
자본금	49	49	49	49	당기순이익	47	162	181	196
자본잉여금	1,024	1,024	1,024	1,024	순이익률(%)	2.5	4.8	5.1	5.3
이익잉여금	45	162	297	448	지배주주귀속 순이익	47	117	135	152
기타자본항목	53	53	53	53	기타포괄이익	0	-1	-1	-1
비지배주주지분	-1	44	91	135	총포괄이익	46	160	180	195
자본총계	1,171	1,333	1,514	1,710	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표 (단위:십억원)

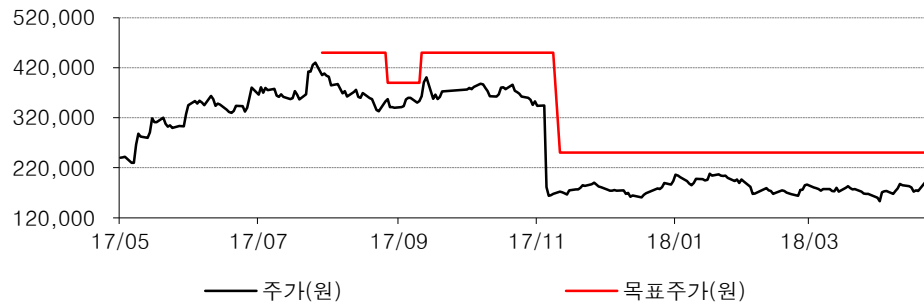
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	8	418	150	163
당기순이익	47	162	181	196
유형자산감가상각비	18	12	14	15
무형자산상각비	21	-	-	-
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-105	-168	-168	-168
유형자산의 처분(취득)	-26	-40	-40	-40
무형자산의 처분(취득)	-15	-	-	-
금융상품의 증감	0	-67	-67	-67
재무활동 현금흐름	225	-180	-174	-169
단기금융부채의증감	-	-32	-27	-23
장기금융부채의증감	-	-6	-5	-5
자본의증감	379	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	130	154	17	62
기초현금및현금성자산	296	426	580	597
기말현금및현금성자산	426	580	597	659

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	7,649	11,815	13,661	15,378
BPS	118,638	130,453	144,114	159,492
CFPS	13,956	13,064	15,048	16,895
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	22.1	16.5	14.3	12.7
PBR	1.4	1.5	1.4	1.2
PCR	12.1	15.0	13.0	11.6
EV/EBITDA	12.6	7.4	6.3	5.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	8.0	9.5	10.0	10.1
EBITDA 이익률	7.1	7.0	7.6	7.8
부채비율	90.3	82.6	72.3	62.3
순부채비율	0.9	-13.6	-15.3	-18.8
매출채권회전율(x)	8.9	7.6	7.6	7.8
재고자산회전율(x)	5.5	5.1	5.6	5.6

자료 : 현대건설기계, 하이투자증권 리서치센터

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-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 간섭 없이 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 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

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

- Buy(매 수): 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 2018-03-31 기준

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