



2018/07/25

현대건설기계(267270)

최고 2분기를 지나, 45%의 하반기, Flat한 2019년

■ 2Q18 컨센서스에 부합하는, 실제로는 더 좋았던 2Q

2분기 매출 9,227억원(YoY +35%, QoQ -1%), 영업이익 752억원(+110%, +22%), 지배주주순이익 477억원(YoY +78%, -4%)로, 당사 및 시장 컨센서스에 부합하는 호실적을 시현했다<표1>. 해외생산법인 인수에서 PPA 121억원이 발생했는데 이를 제외한 사실상 영업이익은 873억원(OPM 9.5%)로 실제는 더 서프라이즈였다(Purchase Price Allocation Allocation: 인수가액과 인수 법인의 순자산 장부가액의 차이를 배분하는 회계).

■ 타겟 PE 15 유지, 목표주가 18만원으로 하향, BUY 의견 유지

건설기계업종의 공통 타겟 PER 15배를 유지하지만, 목표주가를 기준 25만원에서 18만원으로 내리게 되었다<표4>. 이는, 1분기에 밝혀진 중국법인 지분율 36% 때문에, 영업이익 창출에 비해 지배주주순이익이 작았기 때문이다. 그러나 여전히 목표주가는 현 주가대비 53%의 상승여력이 있다. 단....

■ 비수기 하반기더라도 YoY 날이 살아있다면 주가 되겠지만

동사 매출은 상반기 55: 하반기 45 계절성이 뚜렷하다. 그래서, 하반기는 불리하다. 그러나 이를 모두 알기에, 월별, 분기별 YoY Growth가 상반기 수준을 유지하거나, 더 강해질 경우 비수기에도 주가는 오를 수 있다. 6월 인도 몬순, 중국 재고 부족 등으로 판매가 약했지만, 7월말~8월초 확인할 7월 판매가 하반기의 방향타로써 중요하다. 그러나 우려되는 점은...

■ 2019년 시장 전망 다소 보수적

동사가 외부리서치 기관 자료를 활용해 제시한 2019년의 건설시장 전망이 밝지만은 않다. Off-Highway Research가 4월 발간한 2019년 굴삭기 시장 전망은 글로벌이 FLAT, 중국이 20% 안팎 역성장, 신흥시장도 -5% 안팎 조정 등으로 보수적이다<그림3>. 동사의 주력 인도 시장은 11%로 성장세가 이어지고, 우리 M/S는 낮지만 미국 건설장비 시장 호조는 지속될 것으로 바라본다. 본 연구원을 포함한 시장 참여자들 중, 중국의 2017년 13만대와 2018년 16만대 추이를 맞춘 사람 어디 있느냐 만은, 불편한 것은 사실이다.

그래서, 반대로 하반기에 시장 성장률이 날카롭게 살아있거나 강해진다면, 컨센서스를 상회하는 성장이기에 주가에 긍정적인 모멘텀이 될 전망이다.

조선/기계 최광식

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

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	180,000원
종가(2018/07/24)	119,000원

Stock Indicator

자본금	49십 억원
발행주식수	988만주
시가총액	1,175십 억원
외국인지분율	9.3%
배당금(2017)	-
EPS(2018E)	12,112원
BPS(2018E)	131,216원
ROE(2018E)	9.7%
52주 주가	113,500~208,000원
60일평균거래량	107,644주
60일평균거래대금	17.1십 억원

Price Trend



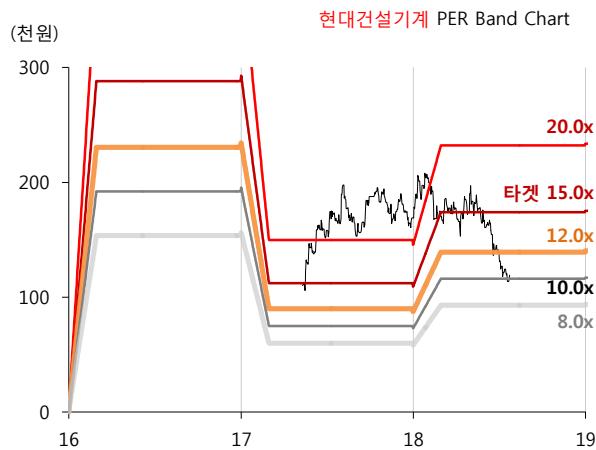
2Q18 Review: 컨센서스에 준하는 호실적

<표 1> 현대건설기계 2Q18: 해외법인 PPA -121 억원이 없었다면, OPM은 9.5%에 달함: 결과적으로 당사 예상 및 컨센서스에 부합

계정	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18@	y-y	q-q	컨센서스 07월23일	당사@	차이 @/③	(십억원)
											③
매출액	683.2	613.2	590.3	930.5	922.7	35%	-1%	947	961	-4%	
영업이익	35.8	44.2	15.2	61.8	75.2	110%	22%	70	72	4%	
영업외	-2.0	-1.5	-21.9	-0.8	-13.4	적지	적지	-5	-1		
세전이익	33.8	42.7	-6.7	61.0	61.8	83%	1%	66	71	-13%	
순이익	26.8	32.6	-12.8	49.8	47.7	78%	-4%	50	53	-11%	
지배주주순이익	26.8	32.6	-12.8	30.5	33.4	24%	9%	37	35	0.0	
영업이익률	5.2%	7.2%	2.6%	6.6%	8.1%	2.9%p	1.5%p	7.4%	7.5%	0.6%p	
세전이익률	4.9%	7.0%	-1.1%	6.6%	6.7%	1.8%p	0.1%p	6.9%	7.4%	-0.7%p	
지배순이익률	3.9%	5.3%	-2.2%	3.3%	3.6%	-0.3%p	0.3%p	3.9%	5.5%	-1.9%p	
<hr/>											
일회성들											
재고자산 미실현 손익			-0.8	-1.8	-4.8						
임단협				-6.8							
환율 영향(추정)				-4.4							
해외법인PPA					-12.1						
알려진 손실 요인			-0.8	-13.0	-4.8	-12.1					
최상의 영업이익 가정			45.0	28.2	66.6	87.3					
(실제) 영업이익률	7.3%	4.8%	7.2%	9.5%							

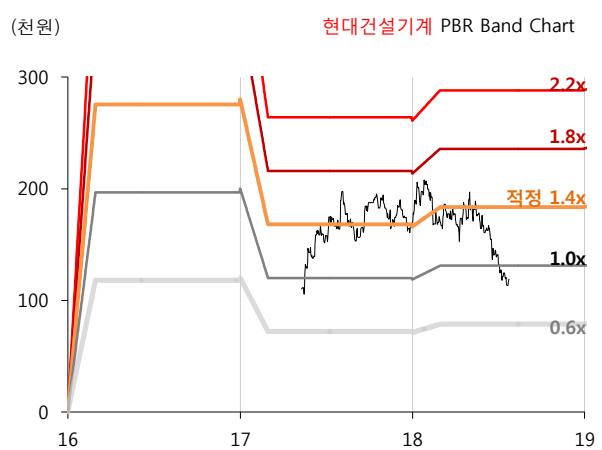
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 1> 현대건설기계 PER 밴드



자료: 하이투자증권

<그림 2> 현대건설기계 PBR 밴드



자료: 하이투자증권

실적과 2019년에 대한 보수적 전망치

<표 2> 현대건설기계 실적 예상: 올해도 상반기 55: 하반기 45 를 전망, 2019년 매출 FLAT 한 것으로 보수적 추정: 그 이유는 아래 <그림 X> 때문

현대건설기계	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	목표2018	2018	2019
	(십억원)												
매출액	644	683	613	590	930.5	923	811	735	2,011	2,531	3,283	3,400	3,354
YoY	-4%	0%	34%	44%	44%	35%	32%	25%	-10%	26%	30%	34%	-1%
계절성	상반기: 66%		34%		상반기: 55%		45%						19 FLAT!
영업이익	43	36	44	15	62	75	58	39	102	138	234	228	
금융/기타영업외	-10	-2	-1	-22	-1	-13	0	1			-36	-13	19
세전사업이익	32	34	43	-7	61	62	58	40			102	221	247
지배주주순이익	25	27	33	-13	30.5	33	30	21			72	115	121
영업이익률	6.6%	5.2%	7.2%	2.6%	6.6%	8.1%	7.2%	5.3%	5.0%	5.4%	6.9%	6.8%	
지배주주순이익률	3.9%	3.9%	5.3%	-2.2%	3.3%	3.6%	3.7%	2.9%			2.8%	3.4%	3.6%
EPS(원)	7,059	7,487	9,097	-1,299	3,091	3,379	3,078	2,134	19,531	7,281	11,681	12,227	
BPS(원)					121,892	125,271	128,349	130,784	200,025	118,638	130,784	143,011	

자료: 하이투자증권 리서치

주: EPS는 유상증자를 반영한 수치

<표 3-1> 현대건설기계의 3 분기 매출 예상: 상반기의 지역별 YoY 성장폭과 비슷하게 두는 가운데, 중국만 100%로 가정

지역별	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	YoY	1Q18	2Q18	YoY 1H	YoY	3Q18(e)	상반기 추세	기반
	(십억원)												
중국	96.2	79.5	80.7	97.8	354.2	93%	242.4	256.8	223%	184%	161.4	438.2	100%
신흥시장(중국 외)	259	271.2	238.4	264.6	1033.2	20%	335.6	301.1	11%	20%	276.8		16%
↳ 중국, 인도 외	179.8	197.2	185.1	186.9	749	15%	234.7	219.1	11%	20%	212.9		15%
↳ 인도	79.2	74	53.3	77.7	284.2	36%	100.9	82	11%	19%	64.0		20%
국내시장	164.9	175	136.7	103.6	580.2	32%	142.3	126.8	-28%	-21%	108.0		-21%
선진시장	228.1	250.9	233.9	210.5	923.4	28%	249.3	280.7	12%	11%	257.3		10%
↳ CNHi	25.8	36.2	28.1	28.0	118.1	122%	27.7	32.6	-10%	-3%			
매출(2017년도 연결)	748.2	776.6	689.7	676.5	2,891.0	31%	969.6	965.4	24%	27%	803.5		17%

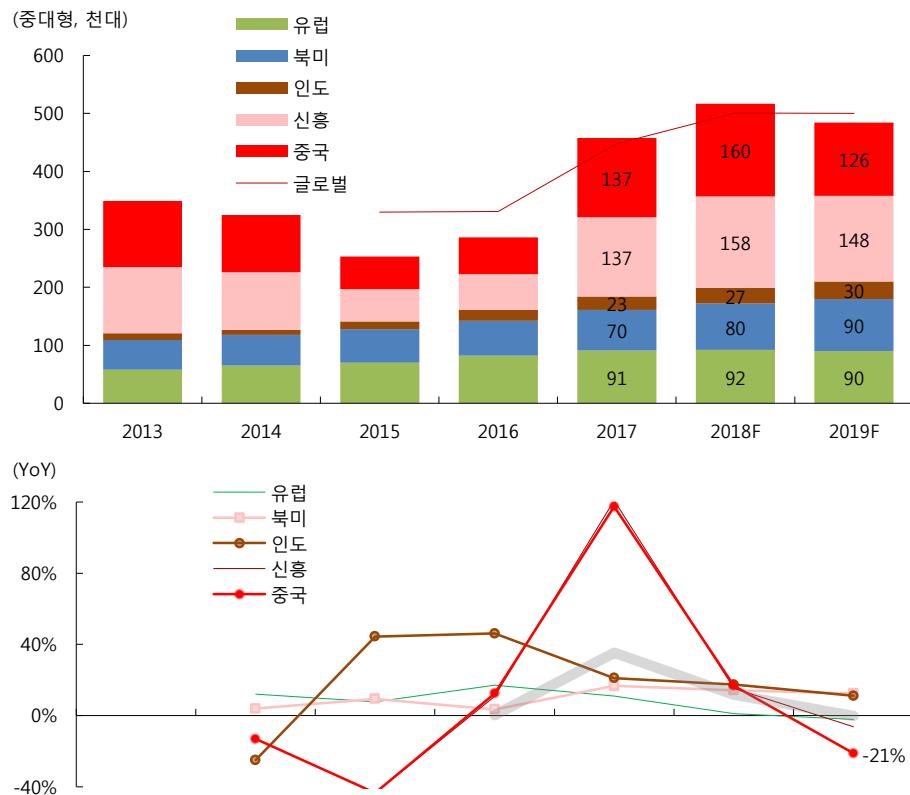
자료: 하이투자증권 리서치

<표 3-2> 현대건설기계의 2018년과 2019년 매출 전망 방법론: 2018년 연간은 상반기 성장폭 추세 참조, 2019년은 Off-High Way의 시장전망치 적용

지역별	2018(e) 상반기 추세 기반				HI 투자증권 예상			
	2019(e)	Off-High Way	전망	기반	(십억원)			
중국	850.1	2067.5	140%	49%	765.1	1964.0	-10%	-5%
신흥시장(중국 외)	1,217.4		18%	신흥	1,198.9		-2%	신흥
↳ 중국, 인도 외	876.3		17%	시장	823.8		-6%	시장
↳ 인도	341.0		20%		375.1		10%	
국내시장	458.4		-21%		458.4		0%	
선진시장	1015.7		10%		1071.6		6%	
↳ CNHi								
매출(2017년도 연결)	3,541.5	23%			3,493.9	-1%		

자료: 하이투자증권 리서치

<그림 3> Off-Highway Research 가 제시하는 글로벌/지역별 굴삭기 시장 전망은, 2019년 Flat & 중국, 신흥 시장의 역성장/악보합을 제시



자료: 하이투자증권 리서치

Valuation 점검: 목표주가 18만원으로 하향

<표 4> 타겟 PER 15 배(건설기계업종 공통)와 타겟 PBR 1.4 배에서 목표주가 18 만원

: 기준 25 만원에서 하향 조정 - 1Q18 부터의 지배주주순이익 쇼크 및 예상치 조정 때문

계정	2017년	2018년	2019년	계정	2017년	2018년	2019년	2020년
EPS	7,281	11,681	12,227	매출액	2,531	3,400	3,354	3,493
BPS	118,638	130,784	143,011	영업이익	138	234	228	245
PBR(고)	3.33	1.66		지배주주순이익	72	115	121	133
PBR	2.48	0.90		EPS	7,281	11,681	12,227	13,488
PBR(저)	1.27	0.89						
적용ROE	7.6%	13.9%						
↳ 당해 0Y, 다음해 1Y	+0Y	+0Y						
적용ROE = FWD +0Y	7.6%	13.9%						
적용COE		10.0%						
Target PBR		1.4						
적정주가		183,000						
목표주가	180,000							
증가(07.24)		118,000						
상승여력		53%						
2018 EPS 2019 EPS								
현재 PER 10.1 9.7								

자료: 하이투자증권 리서치

주: EPS는 유상증자를 반영한 수치

<표 5> 건설기계업종 글로벌 피어그룹의 VALUATION Table: 2018년 PER 이 어닝 성장 & 주가 하락으로 낮아졌음

이러한 기조가 계속될 경우, 한국 건설기계 메이커들에 대한 타겟도 15 배보다 낮게 조정해야 할 수도 있음

회사	시가총액 (백만\$)	PER			EV/EBITDA			PBR			ROE		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
건설장비													
한국													
두산인프라코어	1,783	13.9	6.5	6.0	7.43	6.43	6.20	1.1	1.1	0.9	8.0	16.9	15.7
두산밥캣	2,739	14.8	11.1	10.2	9.45	7.40	6.99	1.1	0.9	0.8	8.2	7.9	8.1
현대건설기계	1,041		8.7	7.8		6.17	5.76	2.8	0.9	0.8		10.3	11.0
중화													
SANY HEAVY INDUSTRY	10,159	33.2	17.3	13.4	13.53	10.20	8.81	2.7	2.4	2.1	8.3	14.6	16.5
XCMG CONSTRUCTION	4,290	33.1	15.9	13.6	21.69	13.99	12.32	1.5	1.2	1.1	4.9	7.4	8.4
일본													
KOMATSU LTD	29,205	24.1	16.6	12.8	11.12	10.55	7.83	1.7	1.8	1.7	7.5	11.4	14.2
HITACHI CONSTRUCTION	7,360	73.6	15.4	12.6	14.31	8.48	7.33	1.5	1.8	1.7	2.3	12.0	13.6
TAKEUCHI MFG CO LTD	1,155	13.9	13.2	12.2	5.60	6.40	6.33	1.8	1.8	1.6	13.5	14.7	14.0
KUBOTA CORP	20,545	20.0	15.3	14.3	13.99	11.22	10.58	2.1	1.6	1.5	10.5	11.0	11.0
미국/유럽													
CATERPILLAR INC	81,489	22.9	12.6	11.4	13.02	7.43	6.76	6.9	4.8	3.3	30.7	40.3	33.8
DEERE & CO	43,950	21.4	14.3	11.6	7.03	8.96	7.63	4.5	3.9	3.1	25.1	28.6	28.3
TEREX CORP	3,272	36.0	14.8	11.6	17.60	9.20	7.90	3.2	2.7	2.3	9.4	18.1	20.9
CNH INDUSTRY	13,725	28.1	14.7	12.3	5.15	6.48	5.88	4.2	2.6	2.2	14.7	19.6	19.8
SANDVIK AB	22,410	13.6	15.3	14.4	8.33	9.15	9.04	3.7	3.4	3.0	24.0	24.9	22.0
VOLVO AB-A SHS	37,262	14.8	11.8	11.5	8.44	7.81	7.80	2.9	2.5	2.3	21.5	23.4	21.2
UNITED RENTALS INC	12,356	18.3	9.5	8.4	8.17	5.67	5.30	4.7	3.6	2.8	33.8	40.8	33.4
Update: 2018-07-24													
Heavy 평균		33.6	12.4	12.5									
로더 평균		23.9	14.5	12.4									

자료: 하이투자증권 리서치

주: EPS는 유상증자를 반영한 수치

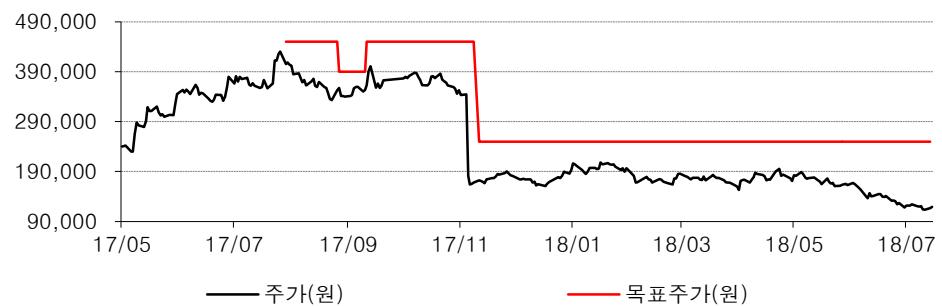
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,553	1,727	1,779	1,878	매출액	1,887	3,400	3,354	3,493
현금 및 현금성자산	426	597	680	757	증가율(%)	-	80.2	-1.3	4.1
단기금융자산	3	3	3	3	매출원가	1,537	2,841	2,807	2,915
매출채권	425	494	471	467	매출총이익	350	559	547	578
재고자산	691	623	614	640	판매비와관리비	254	324	320	333
비유동자산	675	765	846	926	연구개발비	23	41	41	42
유형자산	539	563	577	589	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	122	122	122	122	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,229	2,492	2,625	2,803	영업이익	95	234	228	245
유동부채	786	839	796	774	증가율(%)	-	146.0	-2.9	74
매입채무	178	232	213	207	영업이익률(%)	5.0	6.9	6.8	7.0
단기차입금	215	182	155	132	이자수익	3	34	55	62
유동성장기부채	258	258	258	258	이자비용	14	25	30	29
비유동부채	272	307	300	299	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	140	140	140	140	기타영업외손익	-11	-14	-	-
장기차입금	61	55	49	44	세전계속사업이익	70	221	247	272
부채총계	1,058	1,146	1,096	1,073	법인세비용	23	50	64	71
지배주주지분	1,172	1,292	1,412	1,546	세전계속이익률(%)	3.7	6.5	7.4	7.8
자본금	49	49	49	49	당기순이익	47	171	183	201
자본잉여금	1,024	1,024	1,024	1,024	순이익률(%)	2.5	5.0	5.4	5.8
이익잉여금	45	160	281	414	지배주주귀속 순이익	47	115	121	133
기타자본항목	53	58	58	58	기타포괄이익	0	2	2	2
비지배주주지분	-1	55	117	185	총포괄이익	46	172	184	203
자본총계	1,171	1,347	1,529	1,731	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	8	313	231	220	주당지표(원)				
당기순이익	47	171	183	201	EPS	7,649	11,681	12,227	13,488
유형자산감가상각비	18	6	26	27	BPS	118,638	130,784	143,011	156,499
무형자산상각비	21	-	-	-	CFPS	13,956	12,309	14,869	16,252
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-105	-158	-168	-168	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-26	-30	-40	-40	PER	22.1	102	9.7	8.8
무형자산의 처분(취득)	-15	-	-	-	PBR	1.4	0.9	0.8	0.8
금융상품의 증감	0	-67	-67	-67	PCR	12.1	9.7	8.0	7.3
재무활동 현금흐름	225	-180	-174	-169	EV/EBITDA	14.3	5.0	4.3	3.6
단기금융부채의증감	-	-32	-27	-23	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-6	-5	-5	ROE	8.0	9.4	8.9	9.0
자본의증감	379	-	-	-	EBITDA 이익률	7.1	7.1	7.6	7.8
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	90.3	85.1	71.7	62.0
현금및현금성자산의증감	130	171	83	77	순부채비율	20.9	2.6	-5.3	-10.7
기초현금및현금성자산	296	426	597	680	매출채권회전율(x)	8.9	7.4	7.0	7.4
기말현금및현금성자산	426	597	680	757	재고자산회전율(x)	5.5	5.2	5.4	5.6

자료 : 현대건설기계, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(현대건설기계)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				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	-31.9%	-16.8%
2018-07-25	Buy	180,000	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.
- ▶ 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 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-