

## Industry Brief

2018-10-31

## [건설기계 3Q18 Review]

## 피크 아웃은 이미 반영했지만..

## Neutral (Maintain)

종목명	투자의견	목표주가
두산밥캣(241560)	HOLD(하향)	38,000 원
두산인프라코어(042670)	BUY	12,000 원(하향)
현대건설기계(267270)	BUY	110,000 원(하향)

## 3Q18 리뷰: 두산밥캣 &gt; 두산인프라코어 &gt; 현대건설기계 = 선진시장 &gt;&gt; 신흥시장

3분기 두산밥캣은 콤팩트 매출이 YoY +25% 성장하며 영업이익 1,230 억원으로 컨센서스를 10% 상회해 가장 호조를 띄었다. 두산인프라코어는 두산밥캣의 호조를 바탕으로 영업이익 1,920 억원으로 컨센서스에 부합했으나, 현대건설기계는 영업이익 380 억원으로 컨센서스를 35%나 하회했다(그림 1). 그러나 현대건설기계와 두산인프라코어의 건기\_헤비 OPM은 각각 5.3%, 5.7%로 비슷하다.

이러한 실적의 차이는 선진시장의 호조, 중국의 성장폭 둔화, 신흥시장의 판매 부진이 고스란히 녹아든 것이다. 두산밥캣은 북미/유럽의 매출 비중이 90%를 상회하고 북미도 70%에 달하는데 반해, 현대건설기계는 중국을 제외한 APEM(한국 포함) 비중이 절반(3Q 48%)이나 되기 때문이다.

## 피크아웃: 중국

건설기계 3사 중, 특히 두산인프라코어, 현대건설기계의 주가가 상반기의 빼어난 실적과 싼 Valuation 에도 지속 하락했던 것은 “피크 아웃” 우려 때문이다. 특히 2017 년과 2018 년 두 해 연속으로 기대 이상의 신차 판매를 기록 중인 중국 시장은 올해 18 만대 급으로 2011 년의 최고치를 경신한 바, 2019 년을 예단하기 어렵다.

업체별 2019 년 중국 시장에 대해 전망은 -10% ~ +10% 이상으로 나뉜다. 지난 두 해를 모두 틀린 Off-highway 는 내년 -20% 역성장을 예상한다.

모르기 때문에, 불확실하기 때문에 주가도 불안정했지만, 행여 2019 년에 중국이 성장으로 방향을 잡을 경우, 주가는 재평가될 수 있다. 2009 년~2011 년과 같은 중국의 경기 하강에 따른 SOC 투자확대 논리를 기대할 수 있지만, 숫자 확인이 필요하다. 일단 상반기 45%~71%에서 3 분기에 27%로 빠진 YoY 중국 시장 판매량이 4 분기에 어떨런지 먼저 지켜보아야 한다. 확인하고 대응해야 할 영역이다.

## 피크아웃보다 스위치: 미국 출하-재고, 위험자산 회피의 신흥시장

선진시장이 좋다. 그러나 2016 년에 플러스 반전한 미국 출하-재고 싸이클이 플러스 영역에서 하강하고 있다. 6 개월~9 개월 시장을 선행하는 지표여서, 2019 년 상반기 북미 시장의 성장폭 둔화를 우려한다. 반면, 현재로서는 큰 기대감이 없지만, 위험자산 회피에서 선호로 시장 색깔이 바뀔 때 신흥시장의 신차 수요 회복을 기대할 수 있다. 당장의 액션은 아니겠지만, 신흥시장 건설기계에 베틱할 기회를 지켜볼 필요 있다. 인도의 성장은 계속된다.

## 글로벌 피어 그룹 VALUATION 하강: 목표주가 조정

글로벌 피어그룹들의 VALUATION 이 PER 12 배 안팎으로 조정받았다. 두산밥캣의 타겟 PER 을 기존 20 배~15 배에서 13 배로 낮추고, 2<sup>nd</sup>-Tier 헤비 건기 업체인 양사도 기존 15 배에서 12 배로 타겟 PER 을 낮춘다. 현대건설기계의 목표주가를 기존 180,000 원에서 110,000 원으로, 두산인프라코어의 목표주가도 기존 14,000 원에서 12,000 원으로 내린다.

## I. 건설기계 3사 3Q18 Review

### 1. 두산밥캣 서프라이즈, 두산인프라코어 부합, 현대건설기계 쇼크

두산밥캣 호조,  
두산인프라코어 양호,  
현대건설기계 쇼크

두산밥캣은 컨센서스를 상회하는 매출과 영업이익으로 서프라이즈를 시현했고, 종속회사 두산밥캣 덕분에 두산인프라코어 컨센서스에 부합했는데 별도로도 당사 기대보다 헤비와 엔진 모두 양호했다.

현대건설기계는 강재가 상승, 신흥시장의 통화 절하에 따른 수요 감소 때문에 전년동기대비 매출은 +15% 성장했지만 영업이익단이 -15% 역성장했고, 컨센서스도 -35% 하회했다.

어제 주가도 두산밥캣, 두산인프라코어, 현대건설기계 순서로 각각 +0.14%, -4.48%, -17.13% 움직여 3Q 실적을 그대로 주가에 반영했다.

### 피크 아웃

Caterpillar 가 이미 지난주 실적 발표에서, 재료비 상승, 미국-중국 무역 분쟁에 따른 수요감소를 겪은 바, 현대건설기계가 가장 온전히 이러한 불안 요소를 실적에 반영한 셈이다. Caterpillar 도 실적 발표 후 “피크 아웃” 우려감으로 7.5% 하락했다.

지금 건설기계 산업의 화두는 “피크 아웃” 이다.

그림1. 건설기계 3사 통합 리뷰

회사	계정(백만\$)	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18@	y-y %	q-q %		
CATERPILLAR	매출액	11,331	11,413	12,896	12,859	14,011	13,510	18%	-4%		
	영업이익	1,184	1,577	1,161	2,108	2,167	2,135	35%	-1%		
	순이익	802	1,059	-1,299	1,665	1,707	1,727	63%	1%		
	영업이익률	10.4%	13.8%	9.0%	16.4%	15.5%	15.8%	2.0%p	0.3%p		
	순이익률	7.1%	9.3%	-10.1%	12.9%	12.2%	12.8%	3.5%p	0.6%p		
회사	계정(십억원)	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18@	y-y %	q-q %	◎컨센서스 10월29일	차이 (@/◎)
두산인프라코어	매출액	1,773	1,585	1,648	1,957	2,144	1,846	16%	-14%	1,811	1.9%
	영업이익	215	144	154	242	273	192	33%	-30%	190	0.7%
	지배주주 순이익	60	52	-15	105	99	52	0%	-48%	72	-28.4%
	영업이익률	12.1%	9.1%	9.3%	12.3%	12.7%	10.4%	1.3%p	-2.4%p	10.5%	-0.1%p
	지배주주순이익률	3.4%	3.3%	-0.9%	5.3%	4.6%	2.8%	-0.5%p	-1.8%p	4.0%	-1.2%p
두산밥캣	매출액	1,085	1,013	1,050	870	1,039	1,035	2%	0%	963	7.5%
	영업이익	136	101	33	94	147	123	22%	-17%	112	9.4%
	지배주주순이익	49	55	127	62	77	75	36%	-2%	74	1.3%
	영업이익률	12.5%	10.0%	3.1%	10.8%	14.2%	11.9%	1.9%p	-2.3%p	11.7%	0.2%p
	지배주주순이익률	4.5%	5.5%	12.1%	7.2%	7.4%	7.3%	1.8%p	-0.1%p	7.7%	-0.4%p
현대건설기계	매출액	683	613	590	930	923	710	16%	-23%	788	-12%
	영업이익	36	44	15	62	75	38	-15%	-50%	55	-35%
	지배주주순이익	27	33	-13	31	33	4	-87%	-88%	30	-86%
	영업이익률	5.2%	7.2%	2.6%	6.6%	8.1%	5.3%	-1.9%p	-2.8%p	7.0%	-1.9%p
	지배주주순이익률	3.9%	5.3%	-2.2%	3.3%	3.6%	0.6%	-4.7%p	-3.0%p	3.8%	-3.2%p

자료:리서치센터

## II. 건설기계 지역별 업황과 이슈

### 1. 양호: 선진시장의 호조

#### 선진시장 양호

선진시장은 북미의 경기 호조와 유럽의 회복으로 견조하다.

3 분기 캐터필러는 북미에서 YoY +22%, 유럽이 포함된 EAME 에서 +10%로 좋았고, 두산밥캣은 북미가 +32%, EMEA 가 +9%였으며, 선진시장에서 2nd-Tier 인 두산인프라코어와 현대건설기계도 각각 10%, 9% 성장했다.

두산인프라코어는 북미 부품 창고, 유럽 맞춤형 모델 등으로 M/S 확대를 시도한다. 세계 3 대 시장에서 M/S 를 올리면 참 좋을 것이다.

그림2. Caterpillar와 한국 건설기계 3사 지역별 판매

지역별 YoY 성장률		2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	2018년 YTD
Caterpillar	건설기계	11%	37%	47%	38%	24%	16%	26%
	북미	3%	31%	50%	37%	18%	22%	25%
	라틴 아메리카	31%	36%	48%	38%	8%	-5%	10%
	EAME	-5%	28%	56%	31%	21%	10%	20%
	아시아, 태평양	44%	57%	36%	46%	43%	19%	35%
두산밥캣	컴팩	-6%	13%	19%	20%	23%	26%	24%
					↓ 17년 헤비 제거			
	NAO(컴팩)	-5%	15%	22%	13%	25%	32%	24%
	EMEA	-10%	7%	13%	46%	18%	9%	23%
	Asia/LA	3%	31%	17%	30%	13%	-8%	11%
두산인프라코어의 (별도,헤비)		31%	37%	39%	39%	25%	9%	25%
	CHINA	123%	143%	140%	92%	66%	18%	62%
	APEM	18%	12%	12%	-5%	-19%	-15%	-13%
	선진시장	-3%	24%	3%	25%	15%	10%	16%
현대건설기계		0%	34%	44%	44%	35%	16%	32%
신흥	중국	246%	214%	121%	152%	223%	69%	148%
	인도	48%	29%	16%	27%	11%	57%	29%
	기타 이머징	19%	15%	45%	31%	11%	-19%	-7%
시장 합계		46%	40%	51%	63%	59%	15%	35%
내수 시장		36%	34%	4%	-14%	-28%	-27%	-23%
선진	북미 (판매)	35%	19%	11%	10%	26%	20%	19%
	유럽 (판매)	3%	5%	30%	17%	3%	1%	7%
	CNHI	8950%	1773%	324%	7%	-10%	2%	-1%
시장 합계		36%	22%	34%	9%	12%	9%	11%

자료:리서치센터

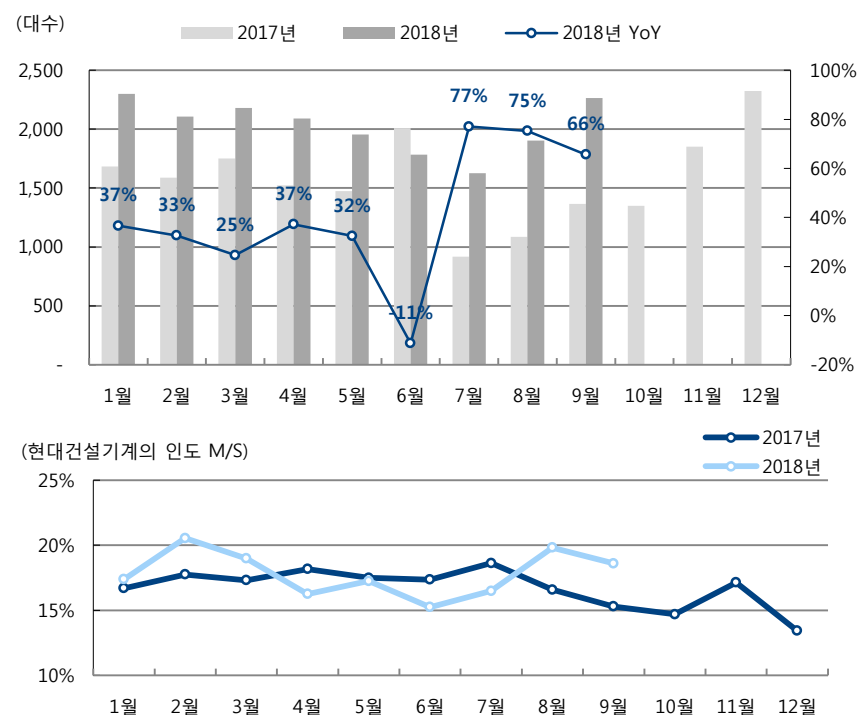
## 인도의 성장

인도는 올해 9월까지 전년 대비 36% 성장하고 있으며, 2019년의 전망도 밝다. 금방 3만대 이상 시장으로 성장하고, 이후 제4의 메이저 시장이 될 것은 자명하되, 언제인지가 관심이다. 현재는 먼저 시장을 선점한 일본계 합작사 두 곳과 현대건설기계가 시장을 삼등분하고 있다.

현대건설기계는 이 시장에서 캐파를 4,700대에서 10,000대로 늘리기 위해 투자를 하고 있다. 두산밥캣도 2019년 하반기 백호로더를 인도에서 출시한다.

인도는 좋지만, 현대건설기계의 매출에서 10% 정도여서, 아직 그 어닝 임팩트는 약했다.

그림3. 인도 시장 9월까지 전년동기대비 +36% 성장 & 3분기 성장폭 더 가팔라짐  
현대건설기계의 M/S도 견조



자료:리서치센터

## 2. 악재: 재료비 상승, 신흥국 구매력 감소, 불확실한 중국

### 재료비 상승

캐터필라를 비롯한 대다수 건설기계 업체들은 재료비 상승에 따른 어닝 정체를 우려하고 있다. 현대건설기계 실적 부진의 원인 중 166 억원이 재료비 영향이었다. 판가 인상은 지역별로, 시장 분위기에 따라 불규칙적인 바, 2019 년초 판가 인상 전까지 4 분기에도 실적 부진은 불가피하다.

다만, 현대건설기계의 3 분기 OPM 이 5.3%였고 두산인프라코어의 건기\_헤비도 5.7%(연결 10.4%) 양사 공히 그 영향을 받았을 것으로 보인다.

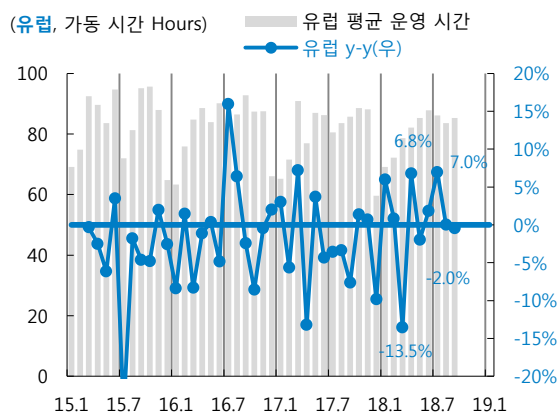
### 신흥 시장 부진

3 분기 한국을 포함한 신흥시장(중국 제외) 매출 비중이 39%, 현대건설기계는 한국을 제외하고 48%로, 현대건설기계의 신흥시장 노출이 역시 크다.

신흥 시장은 미국 금리 인상, 미국-중국 무역전쟁, 위험자산 회피 등으로 지역 통화가 급격히 절하되었고, 이는 해당 국가들의 구매력 저감, 신차 수요 감소로 이어졌다. 현대건설기계가 상대적으로 더 불리한 것이 사실이다.

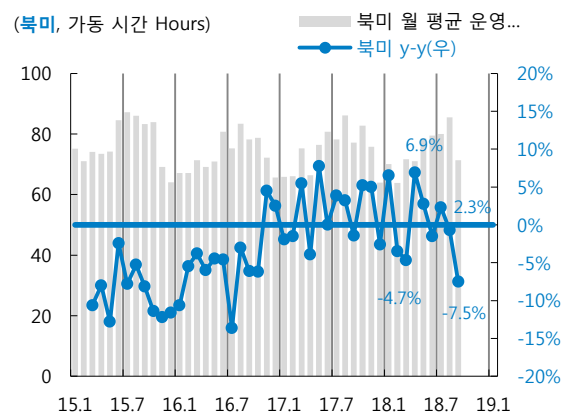
그러나 이 와중에도 인도는 성장하고 있다.

그림4. 유럽 굴삭기 평균 운영 시간: 양호



자료:리서치센터

그림5. 미국 굴삭기 평균 운영 시간: 9 월 큰폭으로 역성장



자료:리서치센터

### III. VALUATION

피어그룹 PE 12 배~13 배  
CAT 은 9.8 배...

#### 1. 글로벌 피어 그룹의 VALUATION 하강

2017 년 하반기~2018 년 PER 상반기 15 배~25 배에서 거래되던 건설기계 글로벌 피어그룹들의 Valuation 이 하강했다. 실적은 좋아졌고, 무역 분쟁, 피크아웃 우려에 주가는 하락했기 때문이다.

건설기계 업체의  
타겟 PER 과  
목표주가 하향 조정

과거 글로벌 피어그룹 대비 20% 안팎 할인해서 두산밥캣에 타겟 PER 15 배, 두산인프라코어와 현대건설기계 12 배를 제시했는데, 이를 하향 조정한다.

두산밥캣의 타겟 PER 을 연초 20 배에서, 지난 2Q18 리뷰에서 15 배, 그리고 이번에 13 배로 내린다. 실적 개선으로 목표주가는 38,000 원은 유지된다.

두산인프라코어와 현대건설기계는 타겟 PER 을 기존 15 배에서 12 배로 내리고 목표주가도 각각 12,000 원(-14%), 110,000 원(-39%) 하향한다.

그림6. 글로벌 피어 그룹의 VALUATION TABLE

회사	시가총액	PER			EV/EBITDA			PBR			ROE		
	(백만\$)	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
한국													
두산인프라코어	1,439	13.9	5.3	4.6	7.4	6.2	5.9	1.1	0.9	0.7	8.0	18.5	17.3
두산밥캣	3,057	14.8	12.2	10.7	9.4	7.9	7.3	1.1	1.0	0.9	8.2	8.0	8.6
현대건설기계	650		6.1	5.3		4.7	4.4	2.8	0.6	0.5		9.8	10.5
중화													
SANY HEAVY INDUSTRY (	8,629	33.2	11.4	9.5	13.5	6.9	6.0	2.7	2.0	1.7	8.3	18.6	19.3
XCMG	3,645	33.1	12.6	10.2	21.7	11.9	10.4	1.5	1.0	0.9	4.9	7.7	8.8
일본													
KOMATSU LTD	24,069	24.1	13.9	10.3	11.1	9.5	6.9	1.7	1.5	1.4	7.5	11.4	14.6
HITACHI CON. MACHINE	5,596	73.6	11.9	9.5	14.3	7.6	6.3	1.5	1.4	1.3	2.3	12.0	13.9
TAKEUCHI MFG CO LTD	958	13.9	11.1	9.6	5.6	5.1	4.8	1.8	1.6	1.4	13.5	14.7	14.6
KUBOTA CORP	19,076	20.0	14.8	13.6	14.0	10.8	10.0	2.1	1.6	1.4	10.5	10.9	11.0
미국/유럽													
CATERPILLAR INC	67,741	22.9	9.8	8.8	13.0	6.0	5.5	6.9	4.2	2.8	30.7	44.8	37.3
DEERE & CO	41,998	21.4	13.7	11.2	7.0	10.2	8.5	4.5	3.8	3.1	25.1	27.7	29.3
TEREX CORP	2,276	36.0	10.6	8.3	17.6	7.1	6.2	3.2	2.2	1.8	9.4	19.1	22.7
CNH INDUSTRY	13,826	28.1	14.0	11.9	5.1	5.7	5.3	4.2	2.6	2.2	14.7	20.5	20.4
SANDVIK AB	19,190	13.6	13.5	12.7	8.3	7.3	7.0	3.7	3.0	2.6	24.0	25.1	22.2
VOLVO AB-A SHS	30,815	14.8	9.4	9.2	8.4	6.5	6.5	2.9	2.1	1.9	21.5	25.3	21.8
UNITED RENTALS INC	8,864	18.3	6.9	6.0	8.2	5.0	4.4	4.7	2.6	1.8	33.8	39.8	35.4
대형 5사		37.4	11.9	9.7	14.7	8.4	7.0	2.9	2.0	1.6	10.7	18.9	18.8
컴팩트/농기계 3사		23.9	12.8	10.9	9.9	7.8	7.0	3.1	2.3	2.0	14.6	18.6	19.6

자료:리서치센터

그림7. 당사 커버 건설기계 3사 VALUATION TABLE &amp; 목표주가

		(십억원, 원, %)		
회사명	(십억원)	현대 건설기계	두산 인프라코어	두산 밥캣
<b>Top-Picks</b>				
목표주가		<b>110,000</b>	<b>12,000</b>	<b>38,000</b>
증가(2018.10.30)		75,000	7,880	34,750
상승여력		47%	52%	9%
(십억원)				
2015	2015	2,225	5,965	4,041
2016	2016	2,011	5,730	3,287
2017	2017	2,531	6,568	4,079
2018E	2018E	3,257	7,751	3,995
2019E	2019E	3,369	7,908	4,204
영업이익	2015	-116	-95	385
	2016	102	491	413
	2017	138	661	363
	2018E	198	866	469
	2019E	206	817	459
영업이익률	2015	-5.2%	-1.6%	9.5%
	2016	5.0%	8.6%	12.6%
	2017E	5.4%	10.1%	8.9%
	2018E	6.1%	11.2%	11.7%
	2019E	6.1%	10.3%	10.9%
지배주주순이익	2015	0	-819	137
	2016	70	63	169
	2017	72	149	274
	2018E	78	311	277
	2019E	87	344	297
순이익률	2015	0.0%	-13.7%	3.4%
	2016	3.5%	1.1%	5.1%
	2017E	2.8%	2.3%	6.7%
	2018E	2.4%	4.0%	6.9%
	2019E	2.6%	4.3%	7.1%

Target PBR 18	0.9	1.6	1.1
Target PER 19	12	9	13
시가총액(조원)	0.7	2.1	3.5
타겟 시총(조원)	1.1	3.2	3.8
EPS	2015	-3,948	
	2016	19,531	305
	2017	7,281	714
	2018E	7,936	1,152
	2019E	8,828	1,274
PER	2015	-2	
	2016	22	
	2017	10	11
	2018E	9.5	6.8
	2019E	8.5	6.2
BPS	2015		9,744
	2016	200,025	9,932
	2017E	118,638	7,662
	2018E	127,785	9,148
	2019E	136,612	10,422
PBR	2015		0.8
	2016	0.4	0.8
	2017	0.6	1.0
	2018E	0.59	0.86
	2019E	0.55	0.76
ROE	2015	0%	-41%
	2016	14%	3%
	2017E	8%	9%
	2018E	10%	13%
	2019E	10%	12%

자료:리서치센터

그림8. 당사 커버 건설기계 3사 실적 예상치

회사	항목	2017				2018							
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	2017	2018	2019	2020
	현대건설기계									(십억원)			
현대건설기계	매출액	644	683	613	590	930	923	710	694	2,531	3,257	3,369	3,508
Buy	영업이익	43	36	44	15	62	75	37	23	138	198	206	223
TP 110,000원	지배지분순이익	25	27	33	-13	31	33	4	10	72	78	87	97
	영업이익률	6.6%	5.2%	7.2%	2.6%	6.6%	8.1%	5.3%	3.4%	5.4%	6.1%	6.1%	6.3%
	지배 순이익률	3.9%	3.9%	5.3%	-2.2%	3.3%	3.6%	0.6%	1.5%	2.8%	2.4%	2.6%	2.8%
	두산인프라코어												
두산인프라코어	매출액	1,562	1,773	1,585	1,648	1,957	2,144	1,846	1,804	6,568	7,751	7,908	7,967
Buy	영업이익	148	215	144	154	242	273	192	160	661	866	817	816
TP 12,000원	지배지분순이익	52	60	52	-15	105	99	52	56	149	311	344	365
	영업이익률	9.5%	12.1%	9.1%	9.3%	12.3%	12.7%	10.4%	8.8%	10.1%	11.2%	10.3%	10.2%
	지배 순이익률	3.3%	3.4%	3.3%	-0.9%	5.3%	4.6%	2.8%	3.1%	2.3%	4.0%	4.3%	4.6%
	건기BG_헤비 매	531	561	434	478	960	951	679	608	2,004	3,198	3,042	3,109
	영업이익	47	53	23	42	121	89	39	24	165	273	221	241
	영업이익률	8.8%	9.4%	5.3%	8.8%	12.6%	9.4%	5.7%	4.0%	8.2%	8.5%	7.3%	7.7%
	두산밥캣												
두산밥캣	매출액	930	1,085	1,013	1,050	870	1,039	1,035	1,051	4,079	3,995	4,204	4,150
Buy	영업이익	93	136	101	33	94	147	123	104	363	469	459	437
TP 38,000원	지배지분순이익	42	49	55	127	62	77	75	63	274	277	297	286
	영업이익률	10.0%	12.5%	10.0%	3.1%	10.8%	14.2%	11.9%	9.9%	8.9%	11.7%	10.9%	10.5%
	지배 순이익률	4.5%	4.5%	5.5%	12.1%	7.2%	7.4%	7.3%	6.0%	6.7%	6.9%	7.1%	6.9%
	컴팩매출	709	806	754	819	790	949	942	957	3,088	3,638	3,849	3,792

자료:리서치센터

## 두산밥캣 | Hold(하향) | TP 38,000 원

: 북미 출하-재고 사이클 둔화, 곧 성장폭 둔화 불가피

## 1. 3Q18 리뷰: 컨센서스 상회하는 호실적

## 3Q 호조: 컨센서스 상회

두산밥캣은 3Q18 달러기준 매출 \$924m(YoY +25%, QoQ -4.1%)로 성장했고, 원화 영업이익은 1,229 억원, OPM 11.9%로 양호했다.

지역별로 전년동기대비 NAO 가 +32%나 성장했고 EMEA 는 +9% 성장했고 M/S 상승 및 수익성 개선이 이어졌다는 설명이다. 아시아/남미는 지역의 통화 절하에 따른 구매력 감소로 -8% 역성장했다.

건설기계 산업의 공통 악재인 철강재 가격 상승에도 전년동기 10%보다 양호한 11.9%의 수익성을 시현한 것은 상당히 고무적이다.

2017 년에 마무리된 유럽 본부 이전에 따른 비용 감축, 유럽의 MEX 신제품 출시 효과 등이 나타나고 있다는 안내이다.

그림9. 3Q18 영업이익 컨센서스 9% 상회: 북미 계속 좋고유럽 호조세 강화

(십억원, 백만\$)									
두산밥캣(연결)	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18 <sup>①</sup>	YoY	QoQ	컨센서스 <sup>②</sup> 10월29일	차이 (①/②)
2017년에는 헤비가 포함									
매출액	1,013.2	1,050.1	870.3	1,038.5	1,035.3		0%	963	925 8%
영업이익	101.0	32.6	94.4	147.3	122.9		-17%	112	90 9%
영업외/기타	-12.2	18.4	-7.9	-33.2	-10.6			-16	-13 -32%
세전이익	88.7	51.0	86.5	114.2	112.3		-2%	97	77 16%
지배주주순이익	55.3	127.5	62.3	76.7	75.3		-2%	74	56 1%
영업이익률	10.0%	3.1%	10.8%	14.2%	11.9%	1.9%p	-2.3%p	11.7%	9.7% 0.2%p
지배주주순이익률	5.5%	12.1%	7.2%	7.4%	7.3%	1.8%p	-0.1%p	7.7%	6.1% -0.4%p
달러 매출(백만\$)	728	800	812	963	924	27%	-4%		
Compact	666	739	737	880	841	26%	-4%		
PP	62	61	75	83	83	34%	0%		
NAO	543	635	562	701	719	32%	3%		
EMEA	148	249	193	202	161	9%	-20%		
Asia/LA	48	63	57	60	44	-8%	-27%		

자료:리서치센터



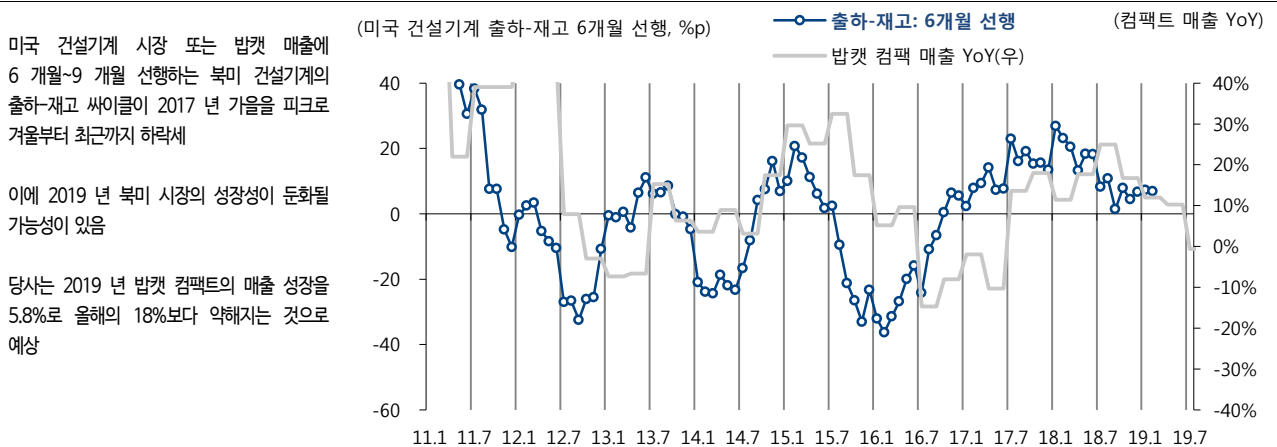
## 2. 2019년 성장폭 둔화 예상: 출하-재고 정점 지나...

2019년 탑라인  
+5% 성장 예상

매출의 70%를 의존하는 밥캣에게 가장 중요한 북미 시장의 성장세가 둔화할 것으로 당사는 예상한다. 미국 건설기계 출하-재고가 2017년 가을 최고점을 찍고 아직 플러스(+) 영역이지만 떨어지고 있다. 통상 출하-재고 사이클은 북미 건설장비 시장 또는 밥캣의 컴팩트 매출에 6개월~9개월 선행하기 때문에, 가장 최근 발표된 8월에서 내년 1분기 또는 2분기까지 탑라인 성장폭 둔화가 시작될 수 있다.

2019년 사업계획을 수립 중이지만, 사측도 5% 이상 성장을 예상한다는 안내이다. 올해 밥캣의 컴팩트 달러 매출은 3분기까지 18% 성장했다.

그림10. 미국 건설기계의 출하-재고 사이클 정점은 지나서 하강 중



자료:리서치센터

그림11. 두산밥캣 실적 예상치 제시: 2018년 컴팩트의 성장률은 5.8%로 성장폭 둔화 보수적 예상치 제시

													(십억원)
두산밥캣	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	2018 가이던스	2018	2019
매출액	930	1,085	1,013	1,050	870	1,039	1,035	1,051	3,287	4,079	3,876	3,995	4,204
YoY	-5%	-8%	15%	307%	↑ 헤비 양도: YoY 비교 의미 없음				-18.6%	24.1%	\$ 13.5% ▲	헤비 양도 ↑	5.2%
영업이익	93	136	101	33	94	147	123	104	413	363	456	469	459
금융/기타영업외	-15	-40	-12	19	-7	-33	-11	-15	-127	-48		-65	-52
이자손익	-20	-17	-15	-15	-14	-13	-13	-13	-86	-67		-54	-48
세전사업이익	79	96	89	51	87	114	112	90	286	315		403	408
순이익	42	49	55	110	62	77	75	63	177	256		277	297
YoY									19%	45%		8%	7%
영업이익률	10.0%	12.5%	10.0%	3.1%	10.8%	14.2%	11.9%	9.9%	12.6%	8.9%	11.8%	11.7%	10.9%
순이익률	4.5%	4.5%	5.5%	12.1%					5.1%	6.7%		6.9%	7.1%
EPS(원)	417	491	552	1,272	622	765	751	626	1,779	2,731		2,763	2,961
BPS(원)	30,914	33,417	35,038	34,190	34,393	35,545	36,296	36,545	33,435	34,190		36,545	38,706
컴팩트													
매출액	709	806	754	819	790	949	942	957	2,979	3,088		3,638	3,849
YoY	-2%	-10%	14%	18%	11%	18%	25%	17%	-2.0%	3.7%		17.8%	5.8%
달러 매출(백만\$)													
NAO	50.0	55.9	54.3	63.5	56.2	70.1	71.9		237	224			
EMEA	13.2	17.1	14.8	24.9	19.3	20.2	16.1		68	70			
Asia/LA	4.4	5.3	4.8	6.3	5.7	6.0	4.4		22	21			
YoY													
NAO	-20%	-25%	15%	22%	13%	25%	32%			-5%			

자료:리서치센터

## 3. VALUATION: 목표주가 38,000 원 유지하지만 HOLD 의견

Target PE 13 배  
적정 PB 1.0 배,  
목표주가 38,000 원 유지

주가 상승으로  
투자의견은 BUY 에서  
HOLD 로 내림

앞서 산업에서 밝혔듯, 글로벌 피어그룹의 PER 이 실적 성장세에도 주가는 하락해 12 배 안팎으로 떨어졌다. 특히 일등 Caterpillar 의 어제 종가기준 2018 PE 9.8 배로 10 배를 깼다. 현재 대형 5 개사의 PER 평균은 11.9 배, 농기계 및 콤팩트 업체 5 사는 12.8 배이다.

동사의 타겟 PER 을 기존 15 배에서 13 배로 낮추어보았을 때 동사의 적정주가는 38,000 원으로 기존 목표주가와 동일하다. 이는 ROE 8%/COE 8% 하에서 도출된 타겟 PBR 1.0 배와도 같다.

최근의 주가 상승으로 주가 상승여력이 9%로 줄어, 동사의 투자의견을 기존 BUY 에서 HOLD 로 내린다.

그림12. 두산밥캣 실적 예상치 제시: 2018년 콤팩트의 성장률은 5.8%로 성장폭 둔화 보수적 예상치 제시

## ▼ PER

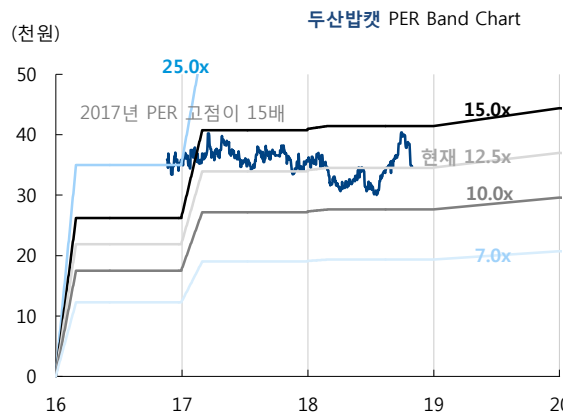
두산밥캣	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년
EPS			1,779	2,731	2,763	2,961	2,848
YoY				54%	1%	7%	-4%
타겟PER				15.0	13.0	13.0	13.0
적정주가				41,000	36,000	38,000	
					20%	80%	
Forward 1y						37,600	
목표주가					38,000	38,000	
증가(10.30)						34,750	
						9%	

## ▼ PBR Cross-Check

두산밥캣	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년
BPS			33,435	34,190	36,545	38,706	40,754
EPS			1,779	2,731	2,763	2,961	2,848
PER			20	12.7	12.6	11.7	12.2
PBR(고)			1.2	1.3	1.1		
PBR(저)			1.0	1.0	0.9		
ROE	1.9%	5.1%	5.5%	8.1%	7.8%	7.9%	7.2%
적용COE = TRL 참조				6.5%	7.7%	←Trailing 2Y 평균	
타겟 PBR					1.0		
당해말 BPS					36,545		
적정주가					37,000		

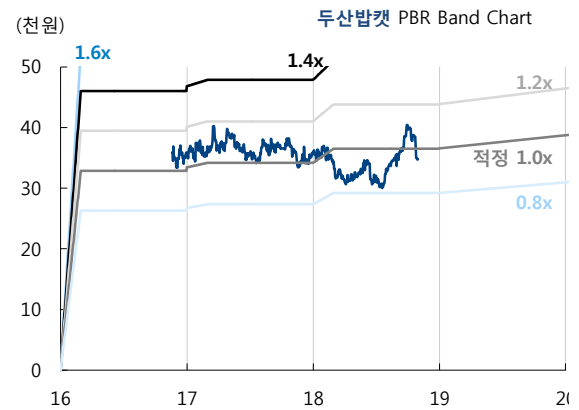
자료:리서치센터

그림13. 두산밥캣 PER BAND: 현재 PER 12.5 배



자료:리서치센터

그림14. 두산밥캣 PBR BAND: 타겟 1.0 배



자료:리서치센터

## 두산인프라코어 | Buy | TP 12,000 원(하향)

: 2020 년은 기대되지만, 당장 알 수 없는 2019 년 방향

### 1. 3Q18 리뷰: 컨센서스 부합하는 양호한 실적

#### 3Q 컨센서스에 부합하며

##### 무탈

두산인프라코어는 3Q18 매출액 1 조 8,458 억원(YoY +16%, QoQ -14%)로 전년동기대비 성장세를 이어갔고, 영업이익도 1,915 억원(+33%, -30%)로 컨센서스에 부합했다. 앞서 기술한 두산밥캣의 호실적이 견인했다.

헤비는 매출 6,788 억원(+56%, -29%), 영업이익 387 억원(+67%, -56%)로 전년동기대비 성장세는 가팔랐지만 비수기 영향으로 전분기대비로는 당연히 빠진다.

엔진은 내부수요 대응에 벅차 매출(순매출)은 1,370 억원(-1.5%, -1439%)으로 작았지만, 영업이익(총이익)은 299 억원(+50%, -19%)로 성장했다.

#### 중국과 함께 선진시장도

##### 강세 지속

건기 헤비의 지역별 판매는 전년동기대비 중국이 +17.8%, NAO/EU +17.4%로 양호했지만, APEM 은 +1%로 부진했다. 그 이유는 앞서 산업에서 밝힌 바와 같이 신흥 국가들의 통화 절하에 따른 구매력 감소 및 수요 위축 때문이다.

#### 그러나, 신흥시장 FLAT

그러나 동사의 신흥시장 판매 위축은 현대건설기계보다는 양호해, CIS, LA, SEA 가 각각 YOY +17%, +11%, +36% 성장했고, MEA(중동/아프리카)가 -24%, 한국이 -8%로 부진했을 뿐이다.

1/3 의 신흥시장과 1/3 의 중국이 견조했다.

그림15. 3Q18 컨센서스에 부합: 당사 예상보다는 별도로도 기대보다 좋았고, 두산밥캣의 어닝서프라이즈로 연결로는 크게 예상을 상회

(십억원)										
항목	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18@	y-y %	q-q %	컨센서스 10월29일	당사@	차이(@/B)
매출액	1,584.5	1,648.4	1,956.9	2,144.1	1,845.8	16%	-14%	1,811.4	1,724.0	7.1%
영업이익	143.9	153.8	241.6	273.1	191.5	33%	-30%	190.1	151.3	26.6%
영업외	-16.0	-76.0	-43.9	-58.7	-58.9			-47.7	-54.4	8.3%
세전이익	128.0	77.8	197.7	214.4	132.6	4%	-38%	142.4	96.9	36.8%
순이익	77.2	61.5	141.4	142.8	88.7	15%	-38%	95.8	69.8	27.2%
지배주주 순이익	51.6	-15.2	104.7	98.8	51.6	0%	-48%	72.1	54.9	-5.9%
영업이익률	9.1%	9.3%	12.3%	12.7%	10.4%	1.3%p	-2.4%p	10.5%	8.8%	1.6%p
지배주주순이익률	3.3%	-0.9%	5.3%	4.6%	2.8%	-0.5%p	-1.8%p	4.0%	3.2%	-0.4%p
헤비										
매출액	434.0	478.4	960.2	950.7	678.8	56.4%	-28.6%		661.3	2.7%
영업이익	23.2	42.1	120.9	89.1	38.7	66.8%	-56.5%	상회:	35.4	9.5%
영업이익률	5.3%	8.8%	12.6%	9.4%	5.7%	0.4%p	-3.7%p		5.3%	0.4%p
밥캣(컴팩+PP)										
매출액	824	887	870	1,039	1,035	25.6%	-0.3%		925	
영업이익	101	90	94	147	123	21.7%	-16.6%	크게 상회:	90.1	36.4%
영업이익률	12.2%	10.2%	10.8%	14.2%	11.9%	-0.4%p	-2.3%p		9.7%	
엔진										
매출액	139	122	131	161	137	-1.5%	-14.9%		138	-1.0%
영업이익	20.0	21.6	26.3	36.7	29.9	49.6%	-18.5%	상회:	25.8	15.7%
영업이익률	14.4%	17.7%	20.1%	22.9%	21.9%	7.5%p	-1.0%p		18.7%	3.2%p

자료:리서치센터

## 2. 2019 년 먼저.. 그리고 4Q18 프리뷰

2019 년 중국 향방  
도저히 알 수가 없음...

뜨거운 업황에, 최고의 실적에도 2011 년 이후 최고의 건기\_헤비 실적에도 동사와 업종 주가가 오히려 하락해 왔는데, 이는 2019 년 아웃룩이 불투명했기 때문이다. 동사는 2Q18 에서 이미 중국의 -10% ~ +10% 가이드라인을 제시했고, 이번 3Q18 실적발표에도 이를 유지했다.

동사 및 건설기계업 주가는 결국 내년 초 (여타 다른 시장과 함께) 중국 시장의 향방을 확인하며 방향을 잡을 수 밖에 없다.

중국은 동사 매출의 1/3 을 차지하지만, 이익 기여는 이보다 더 큰 시장이다.

중국 4Q  
준성수기 vs. 성장폭 둔화  
가 주가 결정할 것

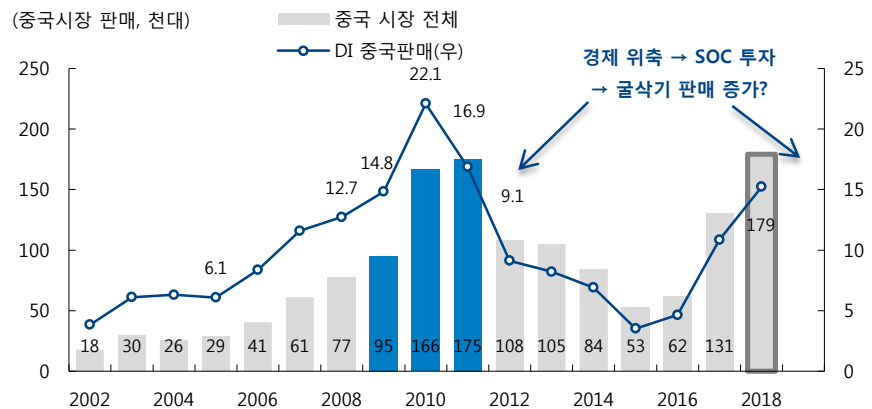
그래서, 4Q18 은 미국-중국 무역 분쟁 및 신흥시장 통화 절하에 따른 위축이 지속되는 가운데, 중국 판매량도 전년동기대비 성장폭 둔화 구간이 지속될 수 있다.

1 분기와 2 분기 각각 전년동기대비 +45%, +71% 성장한 중국 굴삭기 시장은 3 분기 +27%로 성장폭이 둔화되었고, 2019 년의 시장 성장/역성장 방향성이 불확실하다. 당사는 2019 년 시장 -6% 역성장이라는 가정 하에, 4 분기 +9% 성장으로 성장폭 추가 둔화를 예상한다.

비록 4 분기 실적은, 3 분기보다는 중국 굴삭기 판매/매출이 양호한 계절성을 띄지만, YoY 동력은 약해질 수 있다. 또한 4 분기 두산밥캣의 감익을 예상하는바, 1,600 억원으로 전년동기대비 성장, 전분기대비는 감익을 예상한다.

그림16. 2019 년도 어게인 2009 년~2011 년이 될 런지...

미국 금융위기로 글로벌 경기 위축 시기  
중국은 강력한 재정정책 및 SOC 투자를 단행해  
  
중국 건설장비 시장은 오히려  
2009 년~2011 년 크게 성장  
  
2019 년도 비슷한 그림이 펼쳐질 수 있다는  
기대가 있음



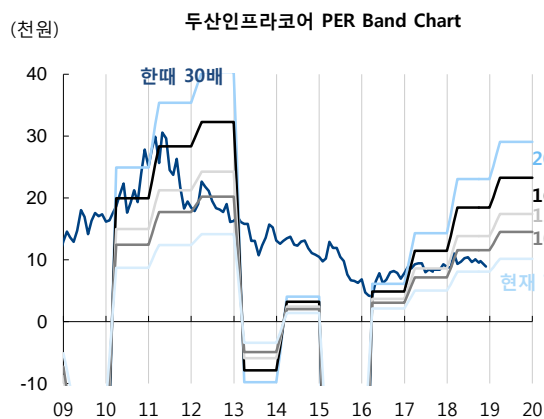
자료:리서치센터

그림17. 2019년 건기 BG(헤비)는 FLAT 할 것으로 예상

(십억원)													
계정	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	2018 가이던스	2018	2019
매출액	1,562	1,773	1,585	1,648	1,957	2,144	1,846	1,805	5,730	6,568	7,341	7,752	8,077
영업이익	148	215	144	154	242	273	192	160	491	661	713	866	886
금융/기타영업외	-15	-64	-13	-75	-42	-55	-59	-59	-409	-168		-215	-228
세전사업이익	133	151	128	78	198	214	133	101	82	490		646	658
순이익	74	84	77	62	141	143	89	73	116	297		446	480
지배주주지분 순이익	52	60	52	-15.2	105	99	52	56	63	149		311	392
영업이익률	9.5%	12.1%	9.1%	9.3%	12.3%	12.7%	10.4%	8.9%	8.6%	10.1%	9.7%	11.2%	11.0%
지배주주순이익률	3.3%	3.4%	3.3%	-0.9%	5.3%	4.6%	2.8%	3.1%	1.1%	2.3%		4.0%	4.8%
EPS(원)	250	291	249	-73	503	475	248	207	305	714		1,153	1,452
BPS(원)	9,437	10,343	11,044	10,066	8,367	8,934	9,183	9,149	9,932	7,662		9,149	10,601
헤비													
중국 판매 대수	3,198	2,897	1,786	2,970	5,016	5,089	2,286	2,645	4,649	10,851		15,036	14,071
y-y	121%	155%	114%	141%	57%	76%	28%	-11%	32%	133%		39%	-6%
매출액(기존)	531	561	434	478	960	951	679	645	1,346	2,004		3,234	3,320
									북미/유럽 헤비 판매사업 양수↑				
헤비+선진시장	683	749	612	640	960	951	679	645	2,039	2,684	2,800	3,234	3,320
y-y	26%	30%	34%	39%	41%	27%	11%	1%	1%	32%	3% 성장	21%	3%
영업이익	47	53	23	42	121	89	39	32	23	165		280	306
영업이익률	8.8%	9.4%	5.3%	8.8%	12.6%	9.4%	5.7%	4.9%	1.7%	8.2%		8.7%	9.2%
밥캣													
매출액(건기)	773	886	824	887	870	1,039	1,035	1,051	3,257	3,371		3,995	4,204
영업이익(전체)	93	136	101	90	94	147	123	104	414	420		469	459
영업이익률	12.1%	15.3%	12.2%	10.2%	10.8%	14.2%	11.9%	9.9%	12.7%	12.5%		11.7%	10.9%
엔진													
매출액	103	138	139	122	131	161	137	109	504	502	500	537	553
영업이익	8	26	20	22	26	37	30	24	53	76	FLAT?	117	121
영업이익률	8.0%	18.8%	14.4%	17.7%	20.1%	22.9%	21.9%	22.2%	10.6%	15.1%		21.8%	21.9%

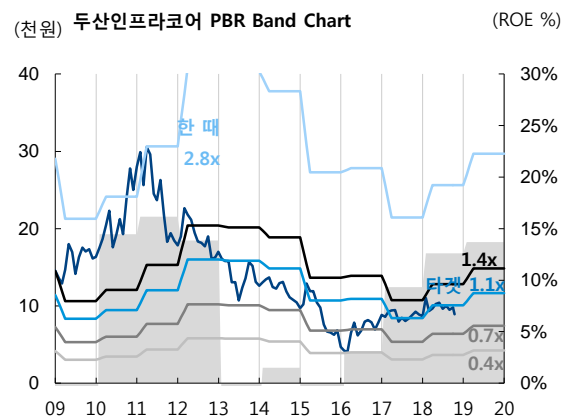
자료:리서치센터

그림18. 두산인프라코어 PER BAND



자료:리서치센터

그림19. 두산인프라코어 PBR BAND



자료:리서치센터

## 3. VALUATION: 목표주가 12,000 원으로 하향

Target PB 1.1 배에서  
적정주가 12,000 원

동사의 목표주가를 기존 14,000 원에서 12,000 원으로 하향하지만, 투자 의견 Buy 를 유지한다. 타겟 BPR 을 기존 1.5 배에서 1.1 배로 낮추었는데, 이는 기존 COE 9%를 11%로 다소 엄격하게 적용한다. 이는 앞서 밝힌 바와 같이 2019 년의 시장 전망이 불확실하기 때문이다. 성장이 끝난다면 시장 Valuation 은 그만큼 더 하락할 수 있다.

그림20. 두산인프라코어 목표주가 ROE 12.6% / COE 11%에서 타겟 PB 1.1 배, 목표주가 12,000 원 제시

(원, 배수)							
BW 모두 전환을 가정한 Valuation(연결)				BW 모두 전환 가정			
계정	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년
주식수(백만주)	207	207	207	208	208	208	208
BW 모두 전환시 주식수				208	270	270	270
EPS	202	-3,948	305	714	1,494	1,882	2,067
↓		공기B&G 매각 이익 ↑			EPS 할인율 23% ↓		
EPS(BW 모두 전환 가정)	202	-3,948	305	714	1,153	1,452	1,595
BPS	13,493	9,744	9,932	7,662	9,455	11,336	13,403
↓					9,149	10,601	12,196
BPS(BW 모두 전환 가정)					↑ BW모두 전환 가정		
PBR(고)	1.07	1.39	1.02	1.09	1.40		
PBR	0.94	0.93	0.69	1.18	1.16		
PBR(저)	0.81	0.48	0.33	0.70	0.90		
ROE	1.5%	-40.5%	3.1%	9.3%	15.8%	16.6%	15.4%
					EPS 할인율 23% ↓		
ROE(BW 모두 전환)			3.1%	9.3%	12.6%	13.7%	13.1%
COE(고)	1.4%	2.2%	6.1%	8.6%	9.0%		
COE(평)	1.6%	3.3%	9.0%	7.9%	10.9%		
적용ROE = +0Y				9.3%	12.6%	13.7%	13.1%
적용COE = TRL 참조					11.0%	11.0%	11.0%
Target PBR					1.1	1.2	1.2
사용 BPS: BW 모두 전환 가정				7,662	9,149	10,601	12,196
					10,100	12,700	14,600
					30%	70%	
					11,920		
					12,000	1.31	
					7,880		
					52.3%		

자료:리서치센터

그림21. 별도 타겟 PER 12 배 적용으로 VALUATION Cross-Check: 2019년 적정주가 12,000 원 도출

SOTP VALUATION = BW 모두 행사 + 0.7조원 현금 아웃의 최악의 가정							
계정	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
매출액(별도, 십억원)	3,827	4,197	2,387	2,205	2,550	3,489	3,873
영업이익	-20	94	-264	46	177	397	427
순이익(별도)	-120	47	-719	-56	60	89	193
공기/BG 매각 이익 ↑							
자본총계(별도)_영구채 제외	2,067	2,057	1,379	1,326	1,383	1,468	1,651
PER					12	12	12
① 별도의 영업가치(십억원)					730	1,070	2,320
주당가치(원)   BW 행사						4,000	8,600
두산밥캣 목표 현재시총				3,800	3,380	3,479	3,479
현재 밥캣 시총 ↑							
지분율				59.4%	59.4%	59.4%	59.4%
두산밥캣 보유지분가치				2,257	2,008	2,066	2,066
할인율				30%	30%	20%	20%
② 두산밥캣 보유지분 가치를 또 할인(십억원)				1,580	1,410	1,650	1,650
주당가치(원)						6,100	6,100
③ 잠재리스크: DICC 3심 패소 시						-708	-708
주당가치(원)						-2,600	-2,600
주식수(백만주)	207	207	207	207	208		
주식수(백만주) BW 행사						270	270
두산인프라코어 적정 가치(십억원) = ① + ② + ③					2,140	2,012	3,262
주당 적정가치					10,300	7,500	12,100

자료:리서치센터

2020 년은 엔진, 중국  
Tier-IV로 좋아질 것  
많지만

당장은 2019년이 중요

다만, Valuation 할인을 해소할 만한 트리거들도 주목해야 한다. 중국의 경기 위축에 따른 SOC 투자 증가와 이에 따른 건설기계 시장의 나홀로 호황 가능성이 열려있다.

또한 2019 년은 불확실하더라도, 2019 년 하반기부터는 1) 2020 년 Tier-IV 적용에 따른 선구매효과, 2) KION, Lovol 과의 JV, 최근 Arbos, Baoli 로의 G2 엔진 장기 판매 계약으로 2019 년 하반기부터 시작해 2020 년 1.6 만대, 1 천억원 규모 매출이 추가된다.

일단 4 분기 중국 굴삭기 시장의 YoY 성장폭 향방, 미국-중국 무역전쟁 불확실성 해소에 따른 신흥국 안정 등을 지켜보자.



## 현대건설기계 | Buy | TP 110,000 원(하향)

: 자주 터지는 어닝 실망감, 인도에서 찾는 성장 동력

### 1. 3Q18 리뷰: 어닝 쇼크

3Q 컨센서스 30% 하회:  
중국/인도 외의  
신흥시장 부진

현대건설기계는 3Q18 매출액 7,104 억원(YoY +16%, QoQ -23%), 영업이익 374 억원(-15%, -50%)로 매출은 성장했지만, 상반기 40% 안팎에 비해 성장폭이 작아졌고 영업이익단은 역성장했다. 컨센서스 및 당사 예상치에 비해 30% 가량 하회했다.

중국에서의 M/S 상승, 인도의 성장과 M/S 강화에도 불구하고, 미국 금리 인상이 신흥국 통화 절하 및 구매력과 수요 감소로 이어져, 중남미, 러시아/CIS/터키, 중동/아프리카가 전년동기대비 각각 -13%, -34%, -27% 역성장했기 때문이다. 중국과 인도가 각각 YoY +69%, +57% 성장했지만, 중국만큼 큰 기타 신흥시장이 -19% 역성장했다.

다만, 영업이익률 5.3%(YoY -1.9%p, QoQ -2.9%p)는 두산인프라코어의 전기 해비 5.7%와 비슷한 수준이다.

### 4 가지 일회성

영업단의 부진은 해외법인 매출증가에도, 해외법인 PPA -35 억원, 환율변동에 따른 손익영향 -68 억원, 재료비증가 -166 억원으로 70 억원 감소했고, 영업외도 해외법인 달러 차입금에서 평가손이 발생했다.

실적 부진에 동사 주가도 -17.13%나 하락했다. 무서운 장이다.

그림22. 3Q18 컨센서스 영업이익 30% 하회하는 쇼크  
: 신흥시장 판매 부진, 재료비 상승 영향 등

(십억원)										
계정	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18⑤	y-y	q-q	컨센서스 10월29일	당사⑤	차이 ⑤/⑥
매출액	613.2	590.3	930.5	922.7	710.4	16%	-23%	788	811	-12%
영업이익	44.2	15.2	61.8	75.1	37.4	-15%	-50%	55	58	-36%
영업외	-1.5	-21.9	-0.8	-13.3	-25.4	적지	적지	-7	0	
지배주주순이익	<b>32.6</b>	<b>-12.8</b>	<b>30.5</b>	<b>33.3</b>	<b>4.1</b>	-88%	-88%	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>-0.9</b>
영업이익률	7.2%	2.6%	6.6%	8.1%	5.3%	-1.9%p	-2.9%p	7.0%	7.2%	-1.9%p
지배순이익률	5.3%	-2.2%	3.3%	3.6%	0.6%	-4.7%p	-3.0%p	3.8%	3.7%	-3.2%p

자료:리서치센터

## 2. 그러나, 성장 드라이브: 인도와 중국

## 인도 캐파 증설

올해 4,700 대(e)를 판매하며 풀가동한 인도에서 CAPA. 증설을 준비한다. 내년말까지 캐파를 10,000 대로 늘리고, 내년의 판매 계획은 7,000 대이다. 향후 인도는 중동, 동남아 인근지역을 위한 생산기지로 활용할 계획이다.

중국 대리상  
확대  
및 M/S 돌파

또한 중국에서의 M/S 제고를 위한 대리상 확대도 도모한다. 2016 년~2017 년 3.1%까지 하락했던 M/S 는 올해 4.3%까지 개선되었는데, 현재 33 개 대리상을 연말 38 개까지 확충, 2019 년에도 계속 늘려갈 계획이다. 2019 년 중국 시장의 역성장과 무관히 동사는 성장을 이어간다는 전략이다.

중국 강소법인  
지분 늘릴  
수도

순이익과 지배주주순이익의 차이는 동사의 강소법인 지배가 사실상 36%(중국지주 60% x 강소법인 60%)에 불과하기 때문이다. 그러나 중국 파트너사와 추가 지분 매입을 협의 중이어서, 50%까지 지배율이 올라가는 이벤트도 언제든 가능하다.

그림23. 2019 년 매출 +7% 성장 예상치 제시: 중국은 위축되어도 성장여력 남았고, 인도 성장세 지속

현대건설기계	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	(십억원)		
											목표2018	2018	2019
매출액	644	683	613	590	930.5	923	710	726	2,011	2,531	3,283	3,290	3,524
YoY	-4%	0%	34%	44%	44%	35%	16%	23%	-10%	26%	30%	30%	7%
영업이익	43	36	44	15	62	75	38	35	102	138		210	217
금융/기타영업외	-10	-2	-1	-22	-1	-13	-25	-3		-36		-43	-25
세전사업이익	32	34	43	-7	61	62	12	32		102		167	192
지배주주순이익	25	27	33	-13	30.5	33	4	17		72		85	92
영업이익률	6.6%	5.2%	7.2%	2.6%	6.6%	8.1%	5.3%	4.8%	5.0%	5.4%		6.4%	6.2%
지배주주순이익률	3.9%	3.9%	5.3%	-2.2%	3.3%	3.6%	0.6%	2.3%		2.8%		2.6%	2.6%
EPS(원)	7,059	7,487	9,097	-1,299	3,091	3,377	420	1,684	19,531	7,281		8,570	9,359
BPS(원)					121,892	126,099	126,519	128,419	200,025	118,638		128,419	137,777

자료:리서치센터

## 3. 2019년 매출 3.5조원(YoY 5% 성장 예상)

## 2019년 5% 성장 예상

2019년 중국 -10%, 인도 15%의 다소 보수적인 가정과, 신흥시장의 +10% 회복, 선진시장의 7%대 성장세 지속이라는 가정 하에, 2019년 동사의 탑라인은 3.5조원으로 5%~7% 성장을 예상한다.

4분기는 철강재/재료비 상승, 신흥시장의 환율 불안정 등으로 부진한 실적이 이어지겠지만, 2019년 매출 성장과 함께 영업단에서 견조한 모습을 보여주는 것이 향후 주가의 키이다.

그림24. 지역별 판매 추이 + 오프하이웨이 전망치 + 당사 가정으로 2019년 5% 성장 예상치 제시

지역별	(십억원)										HI 투자증권 예상				
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	3Q YoY	누적YoY	4Q18(e)	YoY	2018(e)	YoY	2019(e)	YoY
중국	96.2	79.5	80.7	97.8	242.4	256.8	136.6	69%	148%	166.3	70%	802.1	126%	721.9	-10%
인도	79.2	74	53.3	77.7	100.9	82	83.5	57%	29%	116.6	50%	383.0	35%	440.4	15%
기타 이머징	248.1	215.6	201.5	203.2	234.7	219.1	164.1	-19%	-7%	172.7	-15%	790.6	-9%	869.7	10%
신흥시장	423.5	369.1	335.5	378.7	578	557.9	384.2	15%	35%	455.5	36%	1975.6	31%	2031.9	28%
국내시장	164.9	175	136.7	103.6	142.3	126.8	99.4	-27%	-23%	77.7	-25%	446.2	-23%	490.8	10%
북미(판매)	85.8	98.6	91.5	78.7	94.4	124.1	110.0	20%	19%	93.7	19%	422.2	19%	451.7	7%
유럽(판매)	89.1	97.9	98.0	87.5	104.6	101.1	98.8	1%	7%	93.6	7%	398.1	7%	426.0	7%
CNHI	25.8	36.2	28.1	28.0	27.7	32.6	28.8	2%	-1%	29.4	5%	118.5	0%	126.8	7%
선진시장	200.7	232.7	217.6	194.2	226.7	257.8	237.6	9%	11%	213.6	10%	935.7	11%	1001.2	7%
매출(단순합)	789.1	776.8	689.8	676.5	947.0	942.5	721.2	5%	16%	746.9	10%	3,357.6	15%	3,524.0	5%

자료:리서치센터

## 3. VALUATION: 목표주가 110,000 원으로 하향

Target PE 12 배  
적정 PB 0.9 배에서  
목표주가 110,000 원으로  
하향

동사의 목표주가를 기존 18 만원에서 11 만원으로 40% 하향한다.

그동안 추천해온 건설기계 산업의 시장 Valuation 하강, 3 분기의 실적 부진에 따른 실적 추정치 하향, 그리고 괴리율 40%를 준수하기 위함이다.

타겟 PBR 0.9 배는 ROE 10%에, 경쟁사 두산인프라코어와 동일한 COE 11% 하에서 도출되었고, 이는 PER VALUATION 에서 12 배의 적정가치와 유사한 수준이다. 현재 글로벌 헤비 건설기계 업체들은 앞서 산업 자료의 <그림 6>과 같이 12 배에서 거래되고 있다.

그림25. 현대건설기계 목표주가 ROE 10% / COE 11%에서 타겟 PB 0.9 배, 목표주가 110,000 원으로 조정

계정	2017년	2018년	2019년
EPS	7,281	8,570	9,359
BPS	118,638	128,419	137,777
PBR(고)	3.33	2.90	
PBR	2.48	0.58	
PBR(저)	1.27	0.71	
ROE	7.6%	10.5%	10.7%
적용ROE	7.6%	10.5%	10.7%
↳ 당해 0Y, 다음해 1Y	+0Y	+0Y	+0Y
적용ROE = FWD +0Y	7.6%	10.5%	10.7%
적용COE		12.0%	← 두산인코 11%
Target PBR		0.9	
적정주가		116,000	①
목표주가		110,000	
종가(10.30)		75,000	
상승여력		47%	

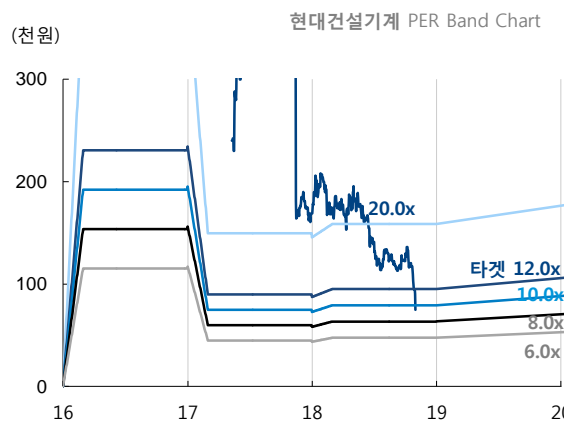
자료:리서치센터

계정	2017년	2018년	2019년	2020년
매출액	2,531	3,290	3,524	3,523
영업이익	138	210	217	224
지배주주순이익	72	85	92	98
EPS	7,281	8,570	9,359	9,886

	10	2018	2019	2020
타겟 PER 12	73,000	86,000	94,000	99,000
15	87,000	103,000	112,000	119,000
20	109,000	129,000	140,000	148,000
20	146,000	171,000	187,000	198,000

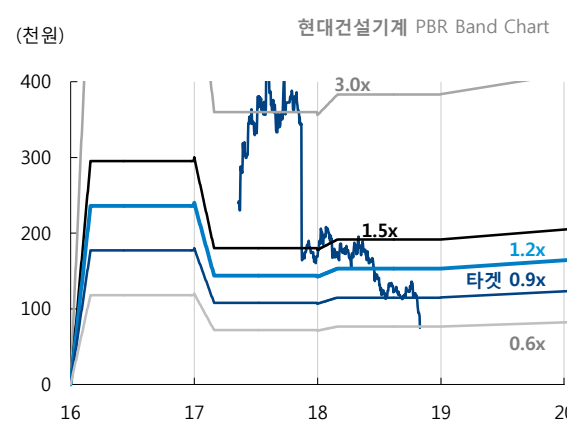
	2018	2019 EPS	2020
현재 PER	8.8	8.0	7.6

그림26. 현대건설기계의 PER BAND



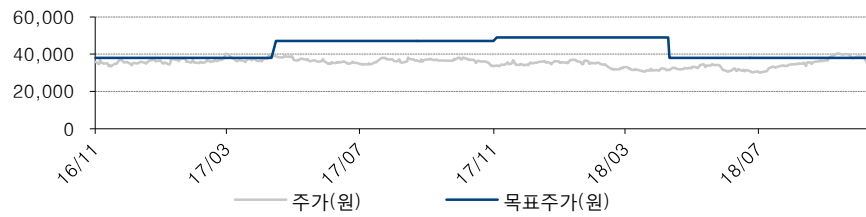
자료:리서치센터

그림27. 현대건설기계의 PBR BAND



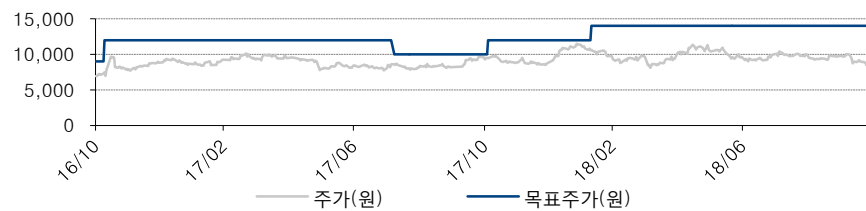
자료:리서치센터

두산밥캣(241560)



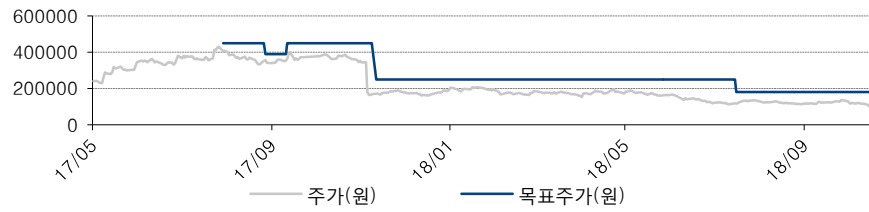
일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율		일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주 가대비	최고(최저) 주가대비					평균주 가대비	최고(최저) 주가대비
2016-11-08	Buy	38,000	6개월	-6.7%	-1.4%						
2017-01-31	Hold	38,000	6개월	-2.7%	5.8%						
2017-05-02	Buy	47,000	6개월	-22.3%	-17.0%						
2017-08-07	Buy	47,000	1년	-22.1%	-18.7%						
2017-11-20	Buy	49,000	1년	-30.7%	-24.5%						
2018-04-27	Buy	38,000	1년	-10.3%	6.3%						
2018-10-31	Hold	38,000	1년								

두산인프라코어(042670)



일자	투자 의견	목표주가( 원)	목표주가 대상시점	괴리율		일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주 가대비	최고(최저) 주가대비					평균주 가대비	최고(최저) 주가대비
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	-19.3%	-4.2%						
2018-02-08	Buy	14,000	1년	-31.1%	-18.9%						
2018-10-31	Buy	12,000	1년								

현대건설기계(267270)



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율		일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주 가대비	최고(최저) 주가대비					평균주 가대비	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	-32.7%	-24.4%						
2018-10-31	Buy	110,000	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 기관투자자 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 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 종가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- 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 투자비용 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-