



▲ 조선/기계

Analyst 김현

02. 6454-4861

hyun.kim@meritz.co.kr

RA 배기연

02. 6454-4879

kiyeon.bae@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

두산밥캣(241560)	Buy	34,000원
현대건설기계(267270)	Buy	31,000원

건설기계

성장이 가장 확실한 산업재

- ✓ 중국: 9월 누계 굴삭기판매 +33.2% YoY, 최고치를 지속 경신 중인 초호황 시장
- ✓ 북미: 건설경기지수 최고치 경신, 대선 이후 인프라 투자를 통한 부양책 확실
- ✓ 유럽·인도: 인도는 8~9월 회복세 반전, 유럽 건설경기체감지수 최악을 벗어나는 중
- ✓ 두산인프라코어 매각: 그룹 경영자구안의 마무리, 인적분할을 통한 매각에 무게
- ✓ 미국궤 수혜주이자 그룹의 캐시카우 - 두산밥캣, 신흥시장 수혜주 - 현대건설기계

20년 중국 굴삭기 시장, 20만대에서 27만대로 상향. 인도는 회복기 초입

9월 누적 중국 굴삭기 판매량은 212,820대를 기록(2015~20년 CAGR +39.1%), 사상 최고치인 2019년 연간 209,077대를 3분기만에 돌파했다. 중국 시장에서 경쟁중인 건설기계 업체들의 시장 전망치도 연초 20만대에서 27만대로 상향 조정되고 있다. 8.2조위안의 중국판 뉴딜 정책인 '양신일중(兩新一重)'정책과 곧 공개될 '14th 5개년 경제계획'은 인프라 투자확대 기조는 유지되며 향후 Down-Cycle에도 Soft-landing은 무리가 없다. 인도 시장은 7~8월 Lock-down 해제 이후 판매량 반등세가 포착되고 있다. 1) 인도-중국 간 갈등심화로 확인된 중국 건설기계 업체의 부진 지속, 2) COVID-19의 뒤늦은 확산에 따라 적극적인 경기 부양책 확대에 가파른 Turn-around가 확인될 개연성이 크다.

미국 건설경기 호조, 유럽은 최악을 벗어나. 두산인프라코어 매각이 변수

미국은 적극적인 경기 부양책을 실시, 미국 건설업경기체감지수는 9월 83p, 10월 85p로 2개월 연속 사상 최고치를 경신하고 있다. 유럽은 북미보다는 반등 폭이 미미하나 체감지수는 최악의 국면을 벗어나는 모습이다. 중앙은행들이 현재까지 공급한 풍부한 유동성에도 연체율과 모기지 부도율은 안정적이다. 미 대선에서 누가 승리하더라도 재정 지출이 예정, 2021년 북미 건설기계 시장은 성장이 유력하다.

반면, 국내 건설기계 업체들의 주가는 Peer 대비 30~40% 할인되고 있다. 이는 성장이 제한적인 내수와 성장의 주축인 중국에서의 시장점유율이 정체되고 있고, 선진시장에서의 Positioning도 확실하지 않다는 우려 때문으로 본다.

미국궤 수혜, 그룹 캐시카우 - 두산밥캣, 신흥시장 수혜 - 현대건설기계

두산그룹은 3조원 규모의 자구안을 제출하며 두산인프라코어, 모트롤BG 등 대형 건설기계부분의 매각 계획을 밝혔다. 두산인프라코어 사업부문 매각이 진행된다면, 그룹의 핵심 계열사이자 Cash-cow의 역할을 수행할 두산밥캣의 중요도는 더욱 높아진다. 중·대형 제품이 주력이자 2위인 현대건설기계는 반사이익을 기대할 수 있다. 매도자와 인수자가 모두 승자가 될 수 있는 매각 과정이 전개되길 기대한다.

1. 초호황인 중국 시장, 호황에 진입할 미국, 인도·유럽은 반등 모색

20년 중국 굴삭기 시장규모 전망치, 20만대 → 25만대 → 27만대

중국 굴삭기 시장 판매규모는 사상 최고치를 경신하고 있다. 9월 누적 판매량 기준 212,820대를 기록(2015~20년 CAGR +39.1%), 사상 최고치인 2019년 연간 209,077대를 3분기만에 돌파했다. 중국 시장에서 경쟁 중인 건설기계 업체들의 시장 전망치도 2020년 초 20만대에서 현재 27만대로 상향 조정되고 있다.

5월 양회 전 형성되었던 굴삭기 시장 성장의 기대감을 데이터를 통해 유효성을 입증하고 있다. 총 투자규모 8.2조위안의 중국판 뉴딜 정책인 '양신일중(兩新一重)' 정책과 곧 공개될 '14th 5개년 경제계획'은 인프라 투자확대 기조는 유지되며 향후 Down-Cycle에도 Soft-landing은 무리가 없다는 판단의 근거가 된다.

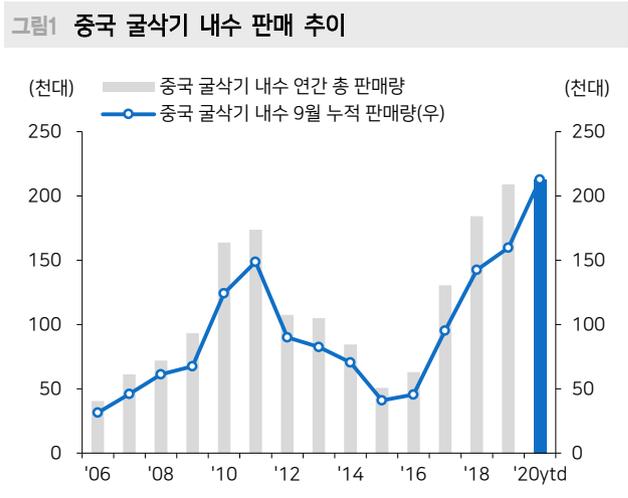
중국 Local업계의 점유율 약진, 해외기업은 수익성 중심 영업

중국 굴삭기 시장이 초호황을 지속하고 있지만, 현지 Local 업체들의 점유율 확대 전략으로 인해 경쟁 완화의 모습은 나오지 않고 있다. 2019년 기준 중국 굴삭기 판매시장의 Top10 중 5개 업체가 중국업체이며 SANY, XCMG를 중심으로 시장 점유율 58.4%를 기록했다.

두산인프라코어와 현대건설기계는 2019년 중국 시장에서 6위(7.3%), 8위(3.5%)의 시장점유율을 기록했다. 5월 양회에서 중국 정부는 중소·영세기업들에 대한 신용지원 확대를 발표, 연간 대출금 증분은 약 7조위안으로 예상된다. 이로 인해 현지 시장에서 공급 축소(Consolidation) 가능성은 낮아진 상황이다. 국내 업체는 Local 업체의 낮은 가격과 출혈경쟁을 선택하기보다, 중·대형건설기계(고수익성) 중심의 판매 전략을 통한 수익성 확보와 안정적 매출 성장에 주력할 전망이다.

순위	회사명	국가	점유율(%)
1	SANY Heavy Industry	중국	25.2
2	XCMG Construction Machinery	중국	14.7
3	Caterpillar	미국	9.1
4	Shandong Lingong Machinery	중국	7.9
5	Guangxi Liugong Machinery	중국	7.4
6	두산인프라코어	한국	7.3
7	Komatsu	일본	4.1
8	현대건설기계	한국	3.5
9	FOTON LOVOL	중국	3.2
10	Hitachi Construction Machinery	일본	3.2

자료: 중국공정기계협회, 메리츠증권 리서치센터



자료: 중국공정기계협회, 메리츠증권 리서치센터

2020년 9월 누계 중국 굴삭기 판매량은 전년동기대비 +33.2% 증가했고, 중국 내 1위 기업인 SANY는 동기간 +38.4% 판매량이 증가했다. 반면, 전세계 1위 건설기계 업체인 미국 Caterpillar는 동기간 판매 성장률은 +5.5%, 두산인프라코어는 +21.1%, 현대건설기계는 +1.3% 성장에 그쳤다.

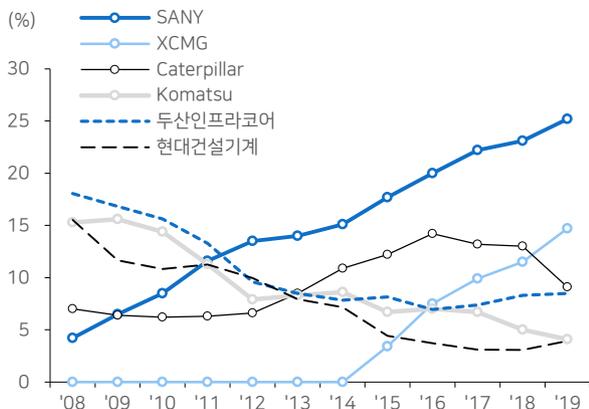
Caterpillar는 주력시장인 미국의 부진과 Energy/Resources부문의 회복에 주력한 결과다. 국내 건설기계 업계의 경우 시장점유율(판매대수)은 중소형, 수익성은 중대형 판매에 좌우되는 경향이 크다. Local 업체와 판매경쟁을 하려면 판촉비용 증가와 매출채권 증가에 따른 운전자본 부담 리스크를 저야 한다. 3분기까지 국내 업계의 영업현금흐름을 고려하면, 수익성 개선에 초점을 맞추는 전략으로 판단한다. 중국 홍수 수해복구와 관련한 판매 증가와 함께 21년에 강화될 환경규제에 따른 구조적 판매 증가가 확인되면, 이러한 전략이 옳았음을 입증할 수 있다고 본다.

인도시장, Lockdown에서 벗어난 징후 포착

당초 2020년은 인도 건설기계 시장이 부진에서 벗어나는 원년으로 예상했었다. 중국의 COVID-19 사태보다 뒤늦은 확산·봉쇄조치로 회복 지연이 불가피했으나, 7~8월 Lock-down 해제 이후 판매량 반등세가 포착되고 있다. 인도시장의 내수 판매량은 7~9월에 각각 971대, 1,250대, 1,663대를 기록하며 2016~18년 인도시장의 월 평균 판매량(1,660대)에 도달했다.

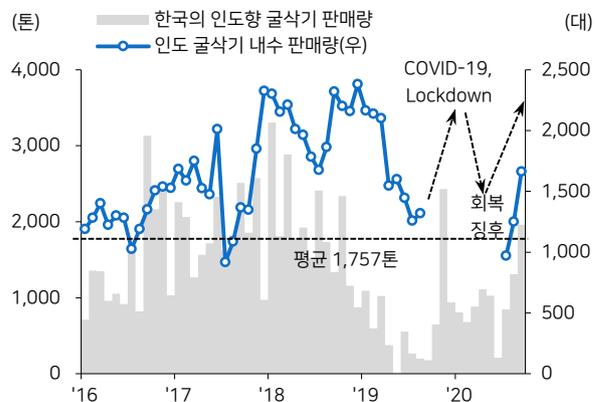
향후 인도시장은 1) 인도-중국 간 갈등심화로 확인된 중국 건설기계 업체의 부진 지속, 2) COVID-19의 뒤늦은 확산에 따라 적극적인 경기 부양책 확대에 가파른 Turn-around가 확인될 개연성이 크다. 3분기 현대건설기계는 인도시장에서 시장 점유율 16.6%를 기록하며 안정적인 경쟁력을 유지하고 있다. 인도를 비롯한 신흥국 회복은 중국시장 경쟁심화의 부담을 완화해 줄 수 있으며 한국 업체들의 중·대형(수익성) 중심의 판매 전략을 추진할 수 있는 근간이 될 전망이다.

그림2 중국 시장 내 주요 업체 M/S 추이



자료: 중국공정기계협회, 메리츠증권 리서치센터

그림3 인도 굴삭기 시장 판매 데이터



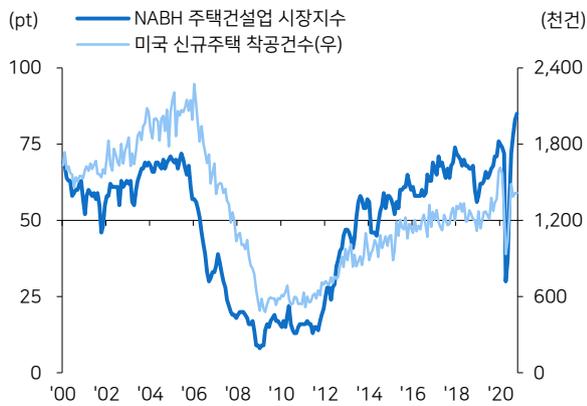
자료: 한국무역협회, 현대건설기계, 메리츠증권 리서치센터

북미/유럽 건설경기지수 반등, 시장 회복 기대감 ↑

북미와 유럽 등 선진시장의 경우, COVID-19에 대한 선제적인 봉쇄 조치와 팬데믹 재확산에 따른 영업활동 둔화가 매출 감소로 이어졌다. 중·대형 굴삭기 수요의 감소로 제품믹스 변화에 따른 국내업체의 선진시장 내 매출액 감소는 불가피했다. 특히, Lock-down 해제와 再봉쇄가 반복되면서 현지 딜러들은 재고량 확보에 소극적일 수 밖에 없었다.

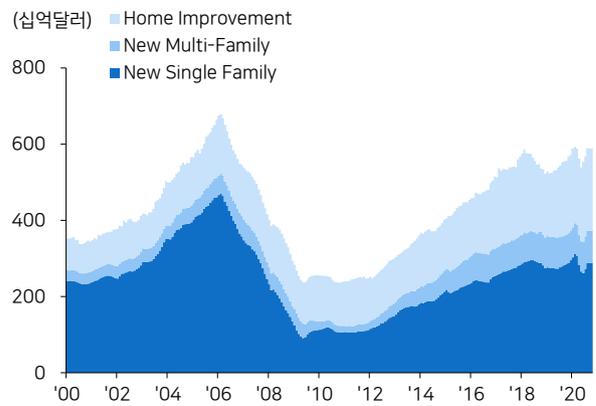
이후 유럽과 미국은 빠르고 적극적인 경기 부양책을 실시, 미국 건설업경기체감지수는 9월 83p, 10월 85p로 2개월 연속 사상 최고치를 경신하며 건설경기 기대감이 높아지고 있음을 반증하고 있다. 유럽시장은 북미시장보다는 반등 폭이 미미하나 체감지수는 최악의 국면을 벗어나는 모습이다. 주요국 중앙은행들이 현재까지 공급한 풍부한 유동성에도 장기대출 연체율이나 모기지 부도율은 안정적으로 통제되고 있다. 미국 대선에서 누가 승리하더라도 정부 주도하의 추가재정 지출이 예정되어 있다는 점에서, 2021년 북미 건설기계 시장의 성장 기대는 유효하다.

그림4 미국 건설업경기체감지수 및 건축허가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미(美) 주거 유형별 건설지출액



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 유럽 건설업경기체감지수 및 건축허가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 유럽 국가별 건설경기체감지수 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

국내 건설기계 3사, Peer 대비 극심한 저평가 구간

국내 건설기계 업체들의 주가 수준은 전세계 Peer 대비 극심한 저평가 구간이라 판단한다. 2분기 두산밥캣의 영업이익률 하락은 GME분야 신모델 출시(CT, ZTR)로 인한 판촉비 지출확대, 3분기 현대건설기계는 제품믹스 변화에 따른 일시적인 이익률 하락이라고 판단한다. 두산인프라코어는 별도기준으로 안정적인 수익성을 유지하고 있다. 2021년 국내 3사 평균 EBITDA마진율은 11.0%로 Peer 평균을 10% 하회하지만, EV/EBITDA 8.0배 대비 40% 할인된 주가 수준은 지나치다.

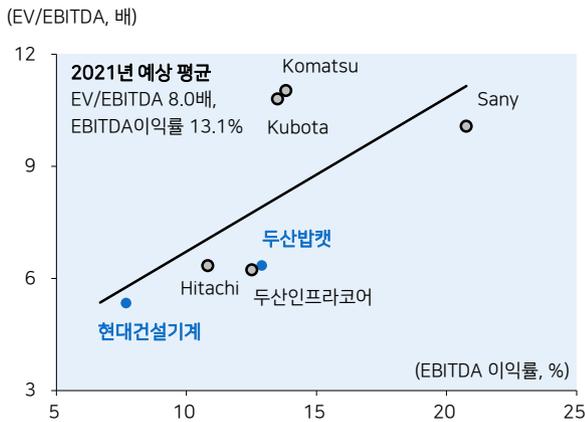
이는 성장이 제한적인 내수와 성장의 주축인 중국 시장에서의 시장점유율이 정체되고 있고, 선진시장에서의 Positioning도 확실하지 않다는 우려 때문으로 본다. 특히, 두산그룹 경영정상화 과정에서 핵심 계열사인 두산인프라코어와 두산밥캣은 영업외 부문의 불확실성이 큰 영향을 미쳤다는 판단이다.

표2 글로벌 건설기계 Peer 업체 Valuation

(배, %)	PER			PBR			ROE			EV/EBITDA			EBITDA 이익률		
	19	20E	21E	19	20E	21E	19	20E	21E	19	20E	21E	19	20E	21E
두산밥캣	15.6	14.6	10.4	0.7	0.7	0.7	4.4	4.9	6.6	7.0	7.8	6.3	13.1	11.2	12.9
현대건설기계	N/A	21.4	9.3	0.4	0.4	0.4	-0.2	2.0	4.3	5.4	6.8	5.3	8.2	6.4	7.7
두산인프라코어	10.7	10.2	8.1	0.7	0.7	0.7	5.9	7.1	8.5	5.8	7.1	6.2	13.3	11.5	12.5
Caterpillar	22.8	29.0	22.9	5.7	6.0	6.1	22.2	20.7	30.0	7.0	13.5	11.2	20.6	16.6	18.2
Komatsu	21.9	12.6	24.1	1.2	1.2	1.2	5.7	9.3	5.5	6.2	7.6	10.8	21.2	16.5	13.5
Sany	15.2	14.8	12.9	4.1	3.9	3.2	30.0	27.6	25.4	9.9	11.5	10.1	20.3	20.2	20.8
Hitachi	22.5	36.9	8.7	1.2	1.1	1.0	4.8	4.4	11.4	4.2	5.3	6.3	9.9	11.8	10.8
John Deere	23.3	29.8	21.6	5.5	5.5	4.8	21.6	19.8	23.5	7.6	18.1	14.4	19.3	13.3	15.5
Kubota	17.3	18.1	14.6	1.5	1.5	1.4	9.0	8.2	9.9	10.3	13.2	11.0	13.7	12.4	13.8
업종평균	17.2	18.4	12.6	1.4	1.4	1.2	8.5	9.1	10.2	7.0	8.5	8.0	14.3	12.9	13.1

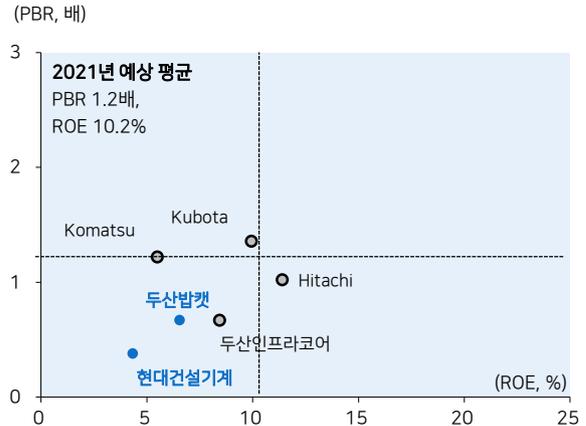
주1: 2020년 10월 30일 기준 / 주2: Caterpillar, John Deere는 Outlier로 업종 평균에서 제외 / 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 글로벌 건설기계 업체 EV/EBITDA 및 EBITDA 이익률



주1: 2020년 10월 30일 기준
주2: Caterpillar, John Deere는 Outlier로 업종 평균에서 제외
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 글로벌 건설기계 업체 ROE 및 PBR



주1: 2020년 10월 30일 기준
주2: Caterpillar, John Deere는 Outlier로 업종 평균에서 제외
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2. 두산인프라코어 매각 이슈

두산인프라코어의 매각관련 예비 입찰, 진행 중

두산그룹은 산업은행 등 국책은행에 3조원 규모의 경영 자구안을 제출하며 두산인프라코어, 모트롤BG 등 대형건설기계 사업부문의 매각 계획을 밝혔다. 9월 28일 예비입찰 결과, 현대중공업지주를 포함해 GS건설, 유진기업이 Short-List에 선정되었다. 현대중공업지주는 KDBI와 컨소시엄을 구성하여 입찰참여, GS건설은 도미누스인베스트먼트와 컨소시엄을 구성하였다. 추가로 재무적투자자인 글랜우드 PE, MBK파트너스, 이스트브릿지파트너스 등 6과전이 예상된다.

이번 매각은 기업이 경영효율화를 위해 경쟁력이 열위한 사업부를 매각하는 일반적인 매각과는 성격이 다르다. 두산그룹은 2005년 이후 15년에 걸친 지배구조 개편과 채무조정을 통해 건설기계 부문에 대한 경영효율화 작업에 매진해왔다.

2005년 (주)대우중합기계를 인수, 사명을 변경하여 두산인프라코어를 설립했다. 2007년 미국 Ingersoll Rand社 산하 27개국 73개의 Compact Equipment관련 법인을 인수한 것이 두산밥캣의 전신이다. 2008년에는 Heavy construction equipment에 대한 유압부품 및 방산업체인 동명모트롤을 인수하여 (주)두산의 모트롤BG사업부로서 편입됐다. 그룹 내 역량을 집중하던 주력 사업부를 매각한다는 점은 판매자인 두산그룹 입장에서는 뼈아픈 결정일 수밖에 없다.

두산인프라코어의 매각과 관련한 불확실성은 1) DICC 소송과 관련한 우발채무의 책임, 2) 두산인프라코어를 인적분할하여 사업부문을 매각할 경우 투자회사와 사업회사의 자산·부채 배분의 기준으로 판단한다. DICC(중국법인) 관련 우발채무는 이자비용을 제외하더라도 청구금액만 7,213억원에 달하는 소송이 원인으로, 최종 결과는 예측이 불가능하다.

매각대상	두산인프라코어의 건설기계사업부
매각규모	1~1.5조원
진행상황	- `20.9.28 예비입찰 후 ShortList 선정 - 현재 데이터 실사 진행 중 - 11월 중 우선협상대상자 선정 예상 - 이르면 연내 DICC 우발채무 관련 대법원의 최종선고
전략적투자자(SI)	현대중공업지주, 유진기업, GS건설
재무적투자자(FI)	KDBI, 글랜우드PE, MBK파트너스, 이스트브릿지파트너스, 도미누스인베스트먼트
컨소시엄구성상황	현대중공업지주-KDBI, GS건설-도미누스인베스트먼트

자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

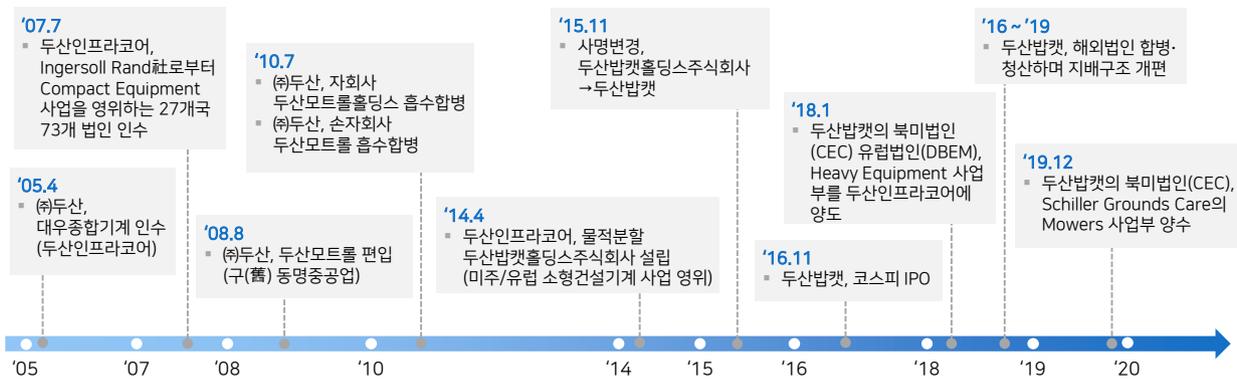
구분	내용
원고	미래에셋자산운용, IMM 및 하나금융투자가 설립한 사모투자전문회사 등
피고	두산인프라코어
소송배경	11년 외부투자자가 취득한 두산공정기계(중국)유한공사(DICC) 지분 20%, 두산캐피탈(DCC) 지분 28.5%에 대하여 '동반매도청구권의 행사방해'를 주장하며 SPA상의 매매대금반환의무 위반 소송제기
소송내용	1) 대법원 2018다223054('15.11.19), 매매대금 등 지급청구 - 145억원(일부청구) - 1심은 서울중앙지방법원에서 원고측 청구를 모두 기각했으나, 2심은 서울고등법원에서 원고들이 주장하는 DICC 지분의 매매대금 7,093억원 중 일부인 100억원 및 관련 이자에 대한 청구를 인용. 상고심(대법원) 진행 중 2) 대법원 2018가합520613('18.3.29), 7,051억원 - 1심 진행중이며, 위 상고심(대법원 2018다223054)의 결론에 따라 본 소송의 결과가 판가름될 전망

자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

언론에서 언급되는 대로 DICC 소송 관련 우발채무를 두산그룹이 책임지고 인적분할을 통한 사업부문 매각이 진행된다면, 그룹의 핵심 건설기계 계열사이자 Cash-cow의 역할을 수행할 두산밥캣의 중요도는 더욱 높아진다. 유력한 인수 후보로 거론되는 현대중공업그룹은 현대중공업지주가 인수 검토의 주체이며, 매각 과정이 구체화된다면 보유 유동성과 자체 차입조달로도 충분히 참여가 가능함을 밝혔다.

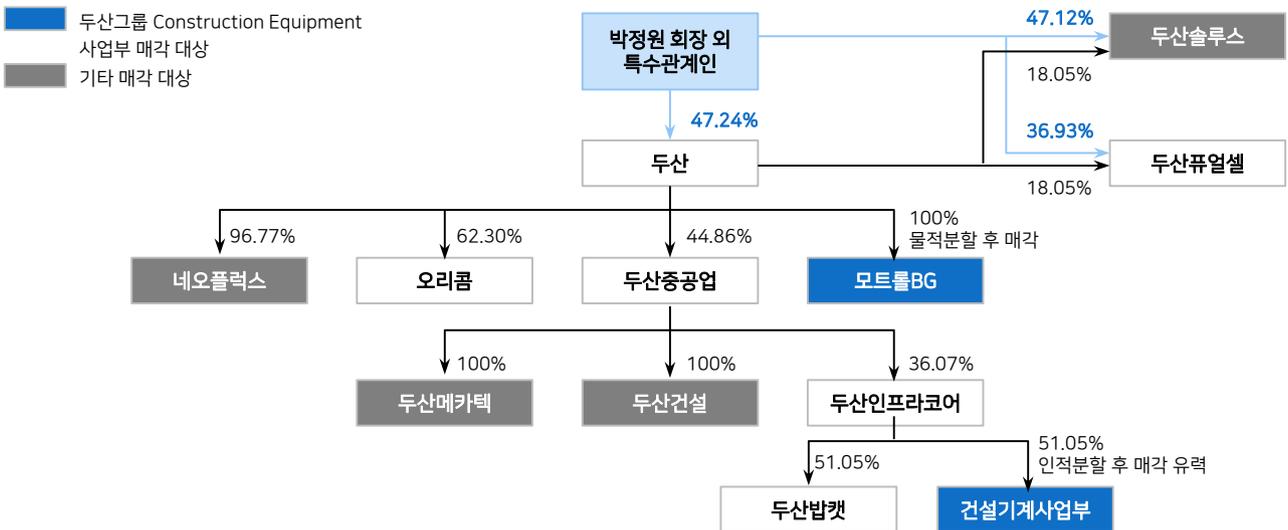
두산그룹이 Heavy 건설기계부문을 매각 완료한다면, 중·대형 제품이 주력이자 국내 2위인 현대건설기계는 반사이익을 기대할 수 있다. 매도자와 인수자가 모두 승자가 될 수 있는 두산인프라코어의 매각 과정이 전개될 것 기대한다.

그림10 두산그룹의 건설기계 사업에 대한 구조 개편 History



자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림11 경영 자구안에 따른 두산그룹의 지배구조 변화



자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

Industry Brief
2020. 11. 2

두산밥캣 241560

흔들림이 없다

▲ **조선/기계**

Analyst **김현**
02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

RA **배기연**
02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

- ✓ 3Q 매출액 1조 849억원(+12.6% QoQ), 영업이익률 10.2%의 양호한 실적 달성
- ✓ 4Q 이후 딜러들의 Restocking에 따른 판매 호조 효과도 기대 가능
- ✓ 미국 주택시장 호조 + 대선 이후 인프라 기대 + 유럽 시장 회복 = 주가 ↑
- ✓ 3Q 부채비율 73.4%, 순차입금비율 13.3% 우량한 재무구조 + 배당 재개 유력
- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 적정주가 34,000원으로 13.3% 상향

Buy

적정주가 (12개월) 34,000 원
현재주가 (10.30) 28,850 원
상승여력 17.9%

KOSPI	2,267.15pt
시가총액	28,922억원
발행주식수	10,025만주
유동주식비율	48.91%
외국인비중	21.05%
52주 최고/최저가	35,500원/13,700원
평균거래대금	168.5억원

주요주주(%)			
두산인프라코어 외 2인			51.06
국민연금공단			9.15
BlackRock	Institutional	Trust	5.19

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.2	22.8	-8.3
상대주가	10.1	5.5	-15.8

주가그래프



3Q 실적 컨센서스 상회 - 매출 1.08조원(-3.8% YoY), OPM 10.2%

3분기 매출액 1조 849억원(+12.6% QoQ), 영업이익 1,112억원(+73.0% QoQ), 당기순이익 690억원(+67.6% QoQ)의 호실적을 달성했다. 마케팅비용 축소와 경비절감 효과로 영업이익률 10.2%(+3.5%p QoQ)을 기록했다. 딜러 재고 수준이 적정수준을 하회, 4Q 이후 Restocking에 따른 판매 호조도 기대할 수 있다. 동종업계 Caterpillar가 미국에서, Volvo가 유럽에서 실적이 악화된 점과 비교하면, 두산밥캣의 굳건한 Positioning과 포트폴리오는 재평가되기에 충분하다.

미국 시장 ↑ + 인프라 기대 ↑ + 그룹 재무건전성 ↑ = 주가 재평가

미국주택건설협회시장지수(NABH)는 9월 85p 기록하며 8월(83p)에 이어 최고치를 경신했다. 주택 건설 승인 건도 08년 금융위기 이후 최고치를 기록 중이다. 주택(Single-family)시장 호조는 Gardening에 특화된 두산밥캣의 수혜로 이어진다. 19년 출시한 Compact Tractor를 포함한 GME(Ground Maintenance Equipment) 판매량은 계획물량을 초과했다. 그룹 재무구조 개선과 인프라코어 매각 이슈가 마무리되면, 부채비율 73.4%(순차입금비율 13.9%)의 재무구조를 보유한 그룹 내 핵심 Cash-cow로서 PBR 0.7배 주가는 분명 재평가된다.

투자 의견 Buy, 적정주가 34,000원 - '미국 = 두산밥캣'

투자 의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 12개월 선행 기준 PBR 0.8배, PER 15배를 적용하여 34,000원으로 13.3% 상향한다. COVID-19에 따른 2분기 실적 악화와 매입채무 증가는 3분기에 모두 해소, 영업현금흐름은 빠르게 안정화되었다. 골이 높았던 만큼 올라갈 산의 높이도 높아짐은 자명하다. 연간 5천억원 이상의 EBITDA 창출능력과 배당 매력에 재입증될 21년이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	3,970.8	459.1	264.5	2,638	-3.4	37,303	11.9	0.8	6.7	7.4	72.4
2019	4,509.6	477.0	272.1	2,714	2.9	39,692	12.7	0.9	6.9	7.1	68.5
2020E	4,248.8	363.7	204.4	2,039	-24.9	42,014	14.2	0.7	7.6	5.0	73.4
2021E	4,441.0	431.5	247.2	2,466	20.9	42,563	11.7	0.7	6.8	5.8	71.9
2022E	4,729.7	521.2	309.6	3,088	25.2	43,705	9.3	0.7	5.8	7.2	70.2

표3 두산밥캣 3Q20 Review

(십억원)	3Q20P	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	1,084.9	1,128.0	-3.8	963.8	12.6	1,020.3	6.3	1,030.9	5.2
영업이익	111.2	110.4	0.7	64.3	73.0	93.8	18.6	111.8	-0.5
세전계속사업이익	105.7	94.1	12.3	55.1	91.7	81.0	30.5	94.7	11.6
당기순이익(지배)	69.0	66.8	3.3	41.2	67.7	53.3	29.4	63.6	8.4

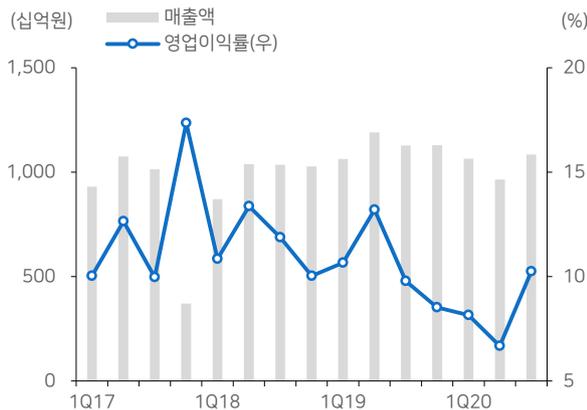
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 두산밥캣의 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E	
매출액	1,062.4	1,190.6	1,128.0	1,128.5	1,064.2	963.8	1,084.9	1,135.9	1,076.7	1,152.0	1,111.7	1,100.6	4,509.6	4,248.8	4,441.0	
영업이익	113.3	157.1	110.4	96.2	86.8	64.3	111.2	101.3	101.4	124.8	105.9	99.4	477.0	363.6	431.5	
세전이익	99.4	135.9	94.1	75.4	65.3	55.1	105.7	77.9	85.7	108.0	91.7	82.4	404.9	304.1	367.8	
당기순이익(지배)	68.5	95.3	66.8	41.6	33.5	41.2	69.0	60.7	57.6	72.6	61.6	55.4	272.1	204.4	247.2	
매출액증가율	YoY	22.1	14.7	9.0	9.9	0.2	-19.1	-3.8	0.7	1.2	19.5	2.5	-3.1	13.6	-5.8	4.5
	QoQ	3.5	12.1	-5.3	0.0	-5.7	-9.4	12.6	4.7	-5.2	7.0	-3.5	-1.0			
영업이익증가율	YoY	20.1	13.1	-10.2	-6.6	-23.4	-59.1	0.7	5.3	16.8	94.1	-4.7	-1.9	3.9	-23.8	18.7
	QoQ	10.0	38.7	-29.8	-12.8	-9.8	-26.0	73.0	-8.9	0.1	23.1	-15.1	-6.2			
영업이익률		10.7	13.2	9.8	8.5	8.2	6.7	10.2	8.9	9.4	10.8	9.5	9.0	10.6	8.6	9.7
순이익률		6.4	8.0	5.9	3.7	3.2	4.3	6.4	5.3	5.3	6.3	5.5	5.0	6.0	4.8	5.6

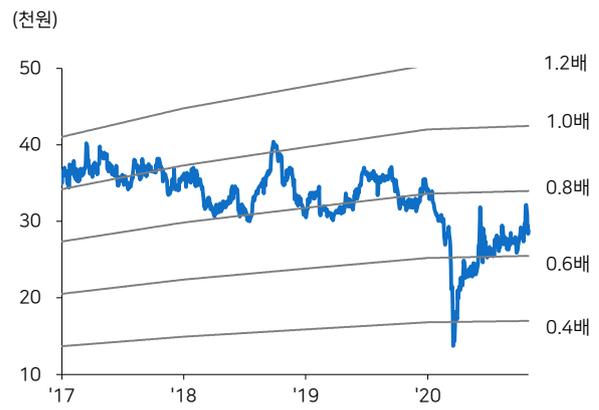
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 두산밥캣의 분기별 실적 추이



자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림13 두산밥캣의 12개월 선행 PBR 밴드



주: 2020년 10월 30일 기준
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

두산밥캣 (241560)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	3,970.8	4,509.6	4,248.8	4,441.0	4,729.7
매출액증가율 (%)	17.2	13.6	-5.8	4.5	6.5
매출원가	3,089.4	3,529.4	3,375.3	3,476.5	3,641.0
매출총이익	881.3	980.1	873.5	964.4	1,088.7
판매관리비	422.3	503.1	509.9	532.9	567.6
영업이익	459.1	477.0	363.7	431.5	521.2
영업이익률	11.6	10.6	8.6	9.7	11.0
금융손익	-46.3	-52.8	-46.8	-52.2	-50.2
중속/관계기업손익	-0.2	-0.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-8.9	-19.2	-12.8	-11.5	-10.4
세전계속사업이익	403.7	404.9	304.1	367.8	460.6
법인세비용	139.2	132.8	99.7	120.6	151.1
당기순이익	264.5	272.1	204.4	247.2	309.6
지배주주지분 손이익	264.5	272.1	204.4	247.2	309.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	616.6	485.7	163.0	350.7	378.7
당기순이익(손실)	264.5	272.1	204.4	247.2	309.6
유형자산상각비	59.8	77.8	76.3	70.9	64.7
무형자산상각비	36.9	34.6	39.0	39.7	40.2
운전자본의 증감	65.6	-2.8	-168.6	-19.3	-47.7
투자활동 현금흐름	-67.9	-345.9	-386.6	-237.1	-225.4
유형자산의증가(CAPEX)	-75.3	-132.0	-115.0	-105.5	-96.9
투자자산의감소(증가)	11.7	-7.4	-5.6	0.6	0.5
재무활동 현금흐름	-421.9	-493.1	555.8	-227.3	-216.8
차입금의 증감	-246.7	-269.2	447.9	-87.0	-86.5
자본의 증가	132.1	-104.3	168.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	112.3	-354.3	326.4	-119.0	-68.2
기초현금	435.0	566.7	212.4	538.8	419.8
기말현금	547.3	212.4	538.8	419.8	351.6

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,683.7	1,519.6	1,911.4	1,885.5	1,960.3
현금및현금성자산	547.3	212.4	538.8	419.8	351.6
매출채권	268.9	281.0	295.1	315.1	345.8
재고자산	618.5	809.0	849.4	907.0	995.5
비유동자산	4,762.7	5,184.6	5,390.4	5,448.1	5,496.5
유형자산	431.0	529.1	567.8	602.4	634.6
무형자산	4,155.7	4,366.0	4,545.0	4,570.7	4,589.4
투자자산	23.1	30.3	35.9	35.3	34.7
자산총계	6,446.3	6,704.2	7,301.7	7,333.6	7,456.8
유동부채	963.5	1,139.1	1,121.7	1,148.1	1,197.7
매입채무	467.6	522.8	486.2	508.2	541.3
단기차입금	0.0	0.0	70.0	50.0	30.0
유동성장기부채	20.8	21.9	26.9	26.9	26.9
비유동부채	1,743.3	1,586.0	1,968.2	1,918.6	1,877.8
사채	0.0	0.0	360.0	310.0	260.0
장기차입금	1,078.4	749.0	759.0	739.0	719.0
부채총계	2,706.7	2,725.2	3,089.9	3,066.7	3,075.5
자본금	48.2	49.9	49.9	49.9	49.9
자본잉여금	3,115.0	3,009.0	3,177.0	3,177.0	3,177.0
기타포괄이익누계액	-223.3	-262.8	-322.2	-384.0	-448.8
이익잉여금	999.1	1,389.6	1,513.8	1,630.6	1,809.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,739.6	3,979.1	4,211.9	4,266.9	4,381.4

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	39,609	44,983	42,383	44,299	47,180
EPS(지배주주)	2,638	2,714	2,039	2,466	3,088
CFPS	5,824	5,906	4,667	5,313	6,162
EBITDAPS	5,543	5,880	4,778	5,408	6,245
BPS	37,303	39,692	42,014	42,563	43,705
DPS	900	1,200	800	1,300	1,300
배당수익률(%)	2.9	3.5	2.8	4.5	4.5
Valuation(Multiple)					
PER	11.9	12.7	14.2	11.7	9.3
PCR	5.4	5.8	6.2	5.4	4.7
PSR	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
PBR	0.8	0.9	0.7	0.7	0.7
EBITDA	555.7	589.5	479.0	542.2	626.0
EV/EBITDA	6.7	6.9	7.6	6.8	5.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.4	7.1	5.0	5.8	7.2
EBITDA 이익률	14.0	13.1	11.3	12.2	13.2
부채비율	72.4	68.5	73.4	71.9	70.2
금융비용부담률	1.3	1.0	1.0	1.2	1.0
이자보상배율(x)	8.8	10.1	8.2	8.3	10.8
매출채권회전율(x)	15.5	16.4	14.8	14.6	14.3
재고자산회전율(x)	7.0	6.3	5.1	5.1	5.0

Industry Brief
2020. 11. 2

현대건설기계 267270

시가총액 = 보유현금 x 0.5, 자본 x 0.3

▲ 조선/기계

Analyst 김현
02. 6454-4861
hyun.kim@meritz.co.kr

RA 배기연
02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **31,000 원**
현재주가 (10.30) **24,800 원**
상승여력 **25.0%**

KOSPI	2,267.15pt
시가총액	4,886억원
발행주식수	1,970만주
유통주식비율	55.57%
외국인비중	10.54%
52주 최고/최저가	31,500원/10,900원
평균거래대금	82.7억원

주요주주(%)	
현대중공업지주 외 6 인	36.19
국민연금공단	7.48

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.4	34.4	-11.6
상대주가	-3.9	15.5	-18.9

주가그래프



- ✓ 3Q20 매출액 6,241억원(-2.4% YoY), 영업이익률 4.2%의 무난한 실적 기록
- ✓ 기업가치(?) = 중국 사상 최대 호황 ↑ + 인도시장 회복 ↑ + α, 극단적 저평가
- ✓ 수익성 회복은 건설기계는 중대형 판매가, 산업차량은 선진국 회복 여부가 핵심
- ✓ 국내 1위 두산인프라코어 매각 이슈는 2위에 호재, 4Q 인도회복은 주가반등 키
- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 적정주가 31,000원으로 29.2% 상향

3Q 실적 컨센서스 부합 - 매출액 6,241억원(-2.4% YoY), OPM 4.2%

3분기는 컨센서스에 부합한 매출액 달성에도 불구하고 영업이익 263억원(-30.4% YoY), 영업이익률 4.2%로 전년동기대비 1.7%p 하락했다. 중국 굴삭기 시장이 역대 최고치 판매량을 경신 중임에도, 수익성 개선이 더디면서 주가는 실망감에 하락했다. COVID-19로 북미·유럽 시장에서 고수익 중·대형 굴삭기 수요가 크게 감소했고, 중국·인도에서 판매 경쟁을 지양했기 때문으로 본다.

중국시장은 사상 최대, 인도시장은 회복을 기대할 4Q

중국 굴삭기 시장은 인프라 투자를 통한 적극적 경기 부양책에 힘입어 9월 누계 212,820대가 판매, 사상 최대치인 19년 연간 판매량(20.9만대)을 이미 넘어섰다. 선진국보다 2개월 늦게 Lock-down이 진행된 인도시장의 부진은 지속되었으나 봉쇄령 해제 후 회복 징후가 포착되고 있다. 인도 내수 판매량은 7월 971대에서 9월 1,663대로 반등했다. 9월 누계 중국 시장규모가 전년동기대비 +33.2% 급성장했지만, 현대건설기계의 누적 판매는 전년대비 +1.3% 성장에 그쳤다(SANY +38.4%, Caterpillar +5.5%, 두산 +21.1%). 연간 7~8천대 판매규모를 유지하면서, M/S 경쟁보다 수익성 개선에 주력하는 21년을 예상한다.

투자 의견 Buy, 적정주가 31,000원 - 회복만 남은 현재는 매수 시기

국내 1위 기업인 두산인프라코어의 사업부문 매각에 현대중공업지주-KDBI 컨소시엄이 참여 중이다. 국내 2위이자 자회사인 현대건설기계의 주가엔 긍정적 이슈다. 3분기 현금성자산 9,348억원, 자본총계 1.61조원인 회사의 시가총액이 0.49조원에 불과하다. 투자 의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 12개월 선행 기준 PBR 0.5배, PER 13배를 적용한 31,000원으로 29.2% 상향한다. 매수의 적기다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	3,233.9	208.7	89.9	4,565	86.7	62,737	9.4	0.7	5.4	7.5	99.4
2019	2,852.1	157.8	3.2	164	-63.9	61,454	182.5	0.5	5.5	0.3	102.1
2020E	2,539.8	99.0	16.7	846	-40.5	62,697	29.3	0.4	7.0	1.4	113.5
2021E	2,735.6	142.3	47.0	2,383	170.8	64,648	10.4	0.4	5.9	3.7	110.3
2022E	2,839.9	159.7	52.5	2,664	7.8	66,734	9.3	0.4	5.5	4.1	100.2

표5 현대건설기계 3Q20 Review

(십억원)	3Q20P	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	624.1	639.7	-2.4	668.4	-6.6	592.5	5.3	620.6	0.6
영업이익	26.3	37.8	-30.5	42.0	-37.4	27.1	-3.0	17.5	50.1
세전계속사업이익	15.2	35.0	-56.6	27.4	-44.6	18.7	-18.9	11.0	38.0
당기순이익(지배)	2.9	22.8	-87.3	11.6	-75.0	10.4	-71.9	0.4	688.2

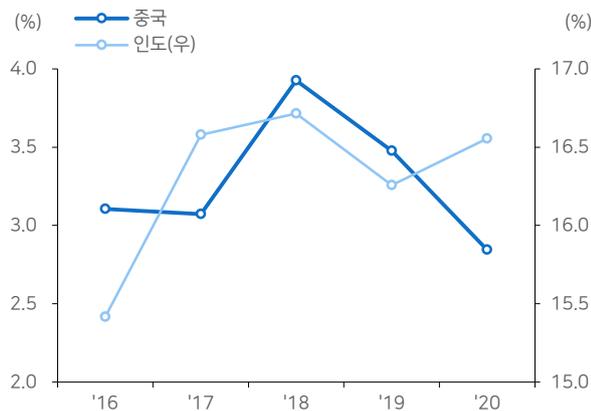
자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 현대건설기계의 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E	
매출액	798.0	840.4	639.7	574.1	636.3	668.4	624.1	611.0	725.3	763.0	642.9	604.4	2,852.1	2,539.8	2,735.5	
영업이익	62.7	50.4	37.8	6.9	10.7	42.0	26.3	20.1	33.6	50.0	40.8	17.9	157.8	99.0	142.3	
세전이익	60.1	7.0	35.0	-31.6	3.0	27.4	15.2	5.7	19.7	45.9	32.2	9.5	70.5	51.3	107.2	
당기순이익(지배)	36.6	-19.5	22.8	-36.7	-0.4	11.6	2.9	2.5	8.6	20.1	14.1	4.2	3.2	16.7	47.0	
매출액증가율	YoY	-14.2	-8.9	-10.0	-14.4	-20.3	-20.5	-2.4	6.4	14.0	14.1	3.0	-1.1	-11.8	-11.0	7.7
	QoQ	19.0	5.3	-23.9	-10.2	10.8	5.1	-6.6	-2.1	18.7	5.2	-15.7	-6.0			
영업이익증가율	YoY	1.5	-32.9	1.4	-80.1	-83.0	-16.8	-30.5	192.5	214.7	19.2	55.4	-10.9	-24.4	-37.2	43.7
	QoQ	81.7	-19.7	-25.0	-81.8	55.1	293.3	-37.4	-23.4	66.8	48.9	-18.4	-56.1			
영업이익률		7.9	6.0	5.9	1.2	1.7	6.3	4.2	3.3	4.6	6.6	6.3	3.0	5.5	3.9	5.2
순이익률		4.6	-2.3	3.6	-6.4	-0.1	1.7	0.5	0.4	1.2	2.6	2.2	0.7	0.1	0.7	1.7

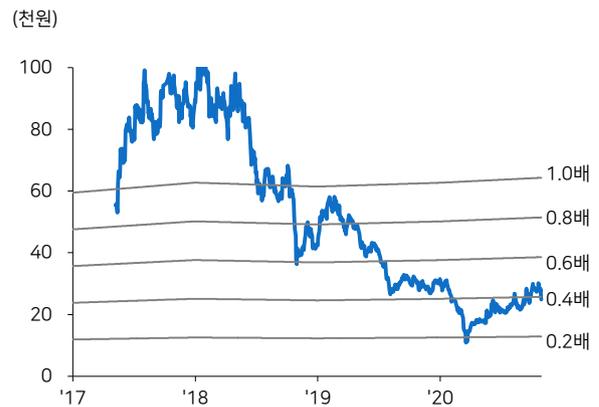
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 현대건설기계의 중국/인도 굴삭기시장 점유율 추이



주: 2020년 9월 말 기준
 자료: 중국공정기계협회, 현대건설기계, 메리츠증권 리서치센터

그림15 현대건설기계의 12개월 선행 PBR 밴드



주: 2020년 10월 30일 기준, 지배지분 기준
 자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

현대건설기계 (267270)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	3,233.9	2,852.1	2,539.8	2,735.6	2,839.9
매출액증가율 (%)	71.4	-11.8	-11.0	7.7	3.8
매출원가	2,689.4	2,307.6	2,072.5	2,207.6	2,279.8
매출총이익	544.5	544.6	467.3	527.9	560.0
판매관리비	335.8	386.8	368.3	385.6	400.3
영업이익	208.7	157.8	99.0	142.3	159.7
영업이익률	6.5	5.5	3.9	5.2	5.6
금융손익	-20.9	-11.4	-25.5	-15.0	-26.0
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-11.4	-75.9	-22.2	-20.1	-18.2
세전계속사업이익	176.4	70.5	51.3	107.2	115.5
법인세비용	35.4	19.6	21.1	25.2	27.2
당기순이익	141.1	50.9	30.3	82.0	88.4
지배주주지분 순이익	89.9	3.2	16.7	47.0	52.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-59.6	155.3	58.5	61.8	165.8
당기순이익(손실)	141.1	50.9	30.3	82.0	88.4
유형자산상각비	48.6	48.7	50.4	48.8	47.2
무형자산상각비	27.7	26.9	26.5	26.7	27.0
운전자본의 증감	-257.0	-63.1	-50.9	-85.3	1.5
투자활동 현금흐름	-257.1	-363.5	304.6	-97.6	-97.8
유형자산의증가(CAPEX)	-71.1	-95.1	-90.0	-85.3	-80.9
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	217.7	108.0	181.0	-10.0	-130.3
차입금의 증감	292.4	179.2	181.0	-10.0	-115.0
자본의 증가	-0.5	-199.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-103.6	-99.7	542.1	-47.8	-64.2
기초현금	426.0	322.4	222.8	764.8	717.1
기말현금	322.4	222.8	764.8	717.1	652.9

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,203.9	2,151.5	2,377.2	2,450.2	2,405.3
현금및현금성자산	322.4	222.8	764.8	717.1	652.9
매출채권	404.7	331.3	354.5	381.8	386.2
재고자산	1,024.8	856.7	916.7	987.3	998.6
비유동자산	922.7	1,036.5	1,071.6	1,101.3	1,129.0
유형자산	650.5	669.2	708.8	745.3	779.1
무형자산	153.0	184.5	185.1	186.2	187.8
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	3,126.5	3,188.1	3,448.9	3,551.5	3,534.3
유동부채	945.1	1,052.8	1,162.0	1,132.2	1,093.3
매입채무	302.2	161.8	166.6	179.5	186.3
단기차입금	470.0	414.8	464.8	444.8	424.8
유동성장기부채	20.4	65.7	125.7	115.7	95.7
비유동부채	613.2	558.1	671.6	730.5	675.2
사채	349.2	269.4	320.4	330.4	280.4
장기차입금	126.2	190.0	220.0	260.0	250.0
부채총계	1,558.4	1,610.9	1,833.6	1,862.7	1,768.5
자본금	98.5	98.5	98.5	98.5	98.5
자본잉여금	974.5	774.7	774.7	774.7	774.7
기타포괄이익누계액	64.1	72.7	80.6	87.3	93.1
이익잉여금	125.6	306.9	323.5	355.2	390.6
비지배주주지분	332.2	366.5	380.1	415.2	451.1
자본총계	1,568.2	1,577.1	1,615.3	1,688.8	1,765.8

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	164,153	144,773	128,918	138,855	144,151
EPS(지배주주)	4,565	164	846	2,383	2,664
CFPS	12,458	13,532	7,910	10,136	11,048
EBITDAPS	14,468	11,847	8,930	11,054	11,874
BPS	62,737	61,454	62,697	64,648	66,734
DPS	850	0	0	800	900
배당수익률(%)	2.0	0.0	0.0	3.2	3.6
Valuation(Multiple)					
PER	9.4	182.5	29.3	10.4	9.3
PCR	3.4	2.2	3.1	2.4	2.2
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
EBITDA	285.0	233.4	175.9	217.8	233.9
EV/EBITDA	5.4	5.5	7.0	5.9	5.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.5	0.3	1.4	3.7	4.1
EBITDA 이익률	8.8	8.2	6.9	8.0	8.2
부채비율	99.4	102.1	113.5	110.3	100.2
금융비용부담률	0.9	1.4	1.7	1.7	1.6
이자보상배율(x)	7.2	4.1	2.3	3.1	3.6
매출채권회전율(x)	8.4	7.8	7.4	7.4	7.4
재고자산회전율(x)	3.8	3.0	2.9	2.9	2.9

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

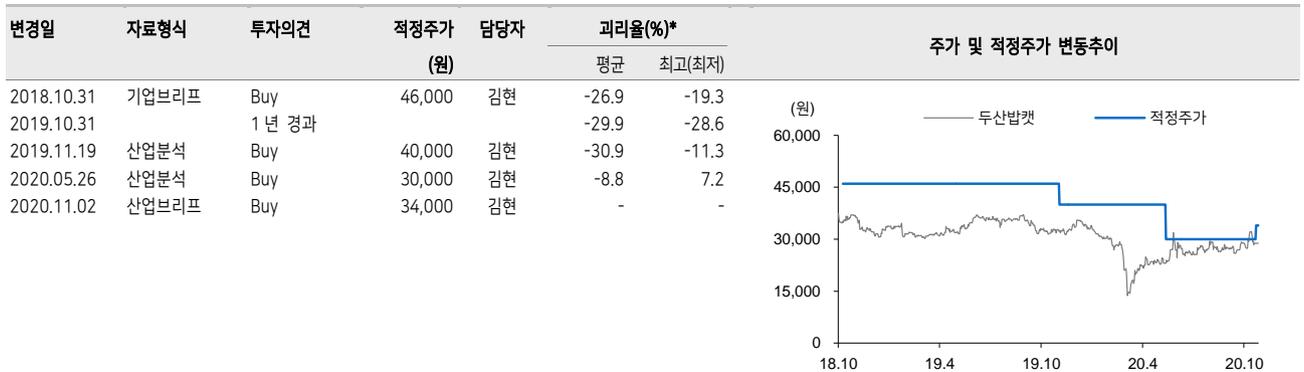
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%

2020년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

두산밥캣 (241560) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



현대건설기계 (267270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

