



Overweight (Maintain)



조선/기계/방산/항공우주
Analyst 이한결
gksruf9212@kiwoom.com

건설기계

건기 업황 개선 시그널과 HD현대 합병 이벤트



2분기 건기 3사의 실적은 지역과 제품 믹스에 따른 차별화가 나타났다. HD현대 2사는 건기 사업부의 반등과 엔진 사업 부문의 고성장세로 실적 개선세가 본격화되었다. 반면, 두산밥캣은 북미 시장의 더딘 수요 회복으로 실적 부진이 지속되고 있다. 하반기에도 북미 시장 대비 신흥 자원국, 유럽, 중국 시장의 수요가 강하고 엔진 사업부의 고성장세가 예상되어 HD현대건설기계를 최선호주로 제시한다.

>>> 지역별 수요 개선 속도 차별화에 엇갈린 2분기 실적

건기 3사의 2Q25 실적은 지역과 제품 믹스에 따른 차별화가 나타났다. 상대적으로 북미 시장의 비중이 낮은 HD현대 2사는 아프리카, 중남미 등 신흥 자원국을 중심으로 광산 투자 활성화에 따른 수요 개선과 유럽 지역의 반등, 중국 지역의 수요 회복세가 지속되며 건기 사업부의 매출과 이익 턴어라운드가 나타났다. 또한, 광산 수요 확대의 영향으로 중대형 제품의 판매가 증가하며 제품 믹스가 개선된 부분도 수익성 개선에 기여한 것으로 추정한다. 반면, 북미 지역의 이익 기여도가 높은 두산밥캣은 관세 및 금리 인하 불확실성에 따른 북미 시장의 더딘 수요 회복과 선제적인 재고 조정의 영향으로 2분기에도 실적 부진이 이어졌다. 다만, 선제적인 재고 조정을 통해 하반기 북미 지역의 수요 반등 시 매출 성장 폭은 확대될 것으로 전망한다.

>>> 하반기 건기 수요 개선 지속 기대

아프리카, 중남미, 동남아시아 등 신흥 자원국을 중심으로 광산 개발 확대 기조가 하반기에도 지속될 것으로 전망한다. 또한, 유럽 지역의 경우 ECB의 선제적인 금리 인하 및 영국, 이탈리아, 독일 등 주요 국가를 중심으로 인프라 투자가 재개되며 건기 수요 반등 흐름이 이어질 것으로 기대한다. 하반기 북미 시장은 금리 인하 및 관세 등 불확실성 요인들이 해소됨에 따라 점진적인 수요 회복이 나타날 것으로 판단한다. 중국 시장은 미국의 관세 부과에 대한 대응으로 재정 정책이 확대되며 견조한 인프라 투자가 지난해부터 이어진 수요 회복세를 뒷받침할 것으로 판단한다. 하반기에도 글로벌 건기 수요 반등 추세는 유효할 전망이다.

>>> HD현대인프라코어의 엔진 사업 전망 긍정적

HD현대인프라코어의 엔진 사업부는 수익성이 높은 발전기용 엔진과 방산용 엔진의 성장에 따른 제품 믹스 개선으로 큰 폭의 성장세를 보였다. 발전용 엔진은 북미의 전력 수급 불균형 영향으로 지난해부터 가스 발전 수요가 확대되며 성장세가 지속되고 있다. 방산용 엔진은 K2 전차에 납품되며 K2 전차의 수출 납품 확대로 고성장세가 나타났다. 북미와 유럽의 안정적인 전력 공급 확보 과정에서 가스 발전용 엔진의 가파른 성장세가 예상된다. 방산용 엔진은 K2 전차의 수출 확대에 힘입어 점진적인 매출 비중 상승이 나타날 것이다. 동사는 24년말 약 1,400억원을 투자하여 엔진 부문의 생산 설비 증설을 결정하였다. 이에 2030년까지 엔진 사업부의 매출은 연평균 약 12%의 고성장세를 전망한다.

Compliance Notice

- 당사는 8월 5일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

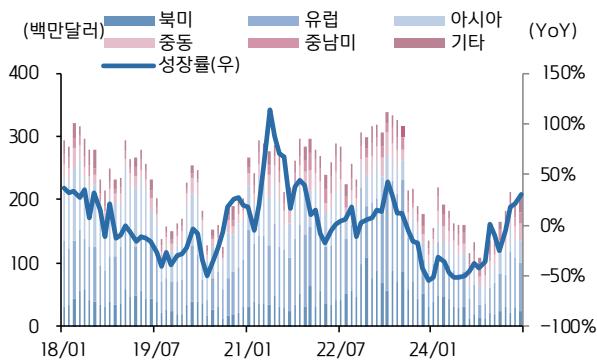
건설기계 투자 전략

하반기 신흥 자원국, 유럽, 인도, 중국을 중심으로 건기 수요 개선에 따른 실적 성장 추세가 유지될 것으로 전망한다. 다만, 북미 시장의 경우 금리 인하 및 관세 불확실성이 해소되는 4분기 이후에 본격적인 회복세가 기대된다. 또한, HD현대인프라코어의 엔진 사업부는 발전용 엔진과 방산용 엔진을 중심으로 고성장세가 지속될 것으로 판단한다.

Top Pick으로는 HD현대건설기계를 제시한다. 건기 사업부의 텐어라운드가 지속될 것으로 전망하고 HD현대인프라코어를 합병하며 존속 법인으로서 엔진 사업 부문의 성장도 공유할 예정이기 때문이다. 또한, 러-우 전쟁 종전 시 재건 수혜에 대한 기대감도 여전히 유효하다. 우크라이나 재건 사업은 물론 러시아 시장의 회복만으로도 연간 4~5천억원 정도의 매출 확대가 기대된다.

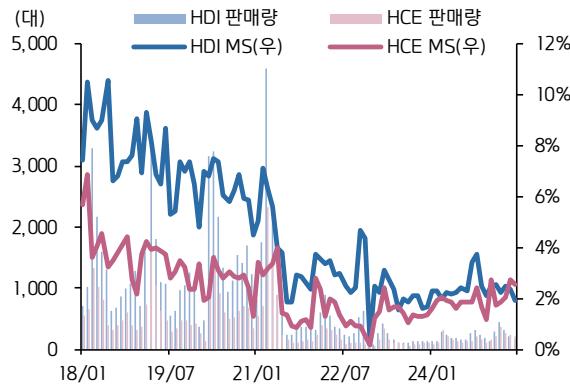
중장기 관점에서 두산밥캣에 대한 관심을 유지한다. 미국의 관세 협상이 마무리되어 가는 단계이고 하반기 금리 인하가 결정되면 빠르면 하반기말부터 북미 시장의 건기 수요 반등이 기대된다. 동사는 상대적으로 북미 지역에서 제품 생산 비중이 높기 때문에 관세 영향이 제한적인 상황으로 북미 건기 시장의 텐어라운드 시 가장 큰 수혜를 볼 수 있다. 미국의 법인세 감면 및 금리 인하 이후 주택 시장의 회복에 대한 기대감도 긍정적이다.

유럽, 아프리카를 중심으로 굴삭기 수출 텐어라운드



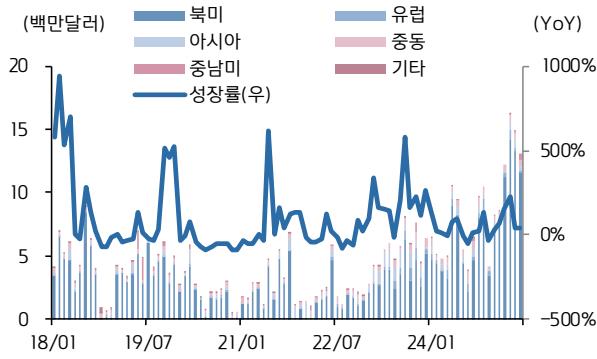
자료: Trass, 키움증권 리서치센터

중국 굴삭기 판매량은 완만한 회복세 지속



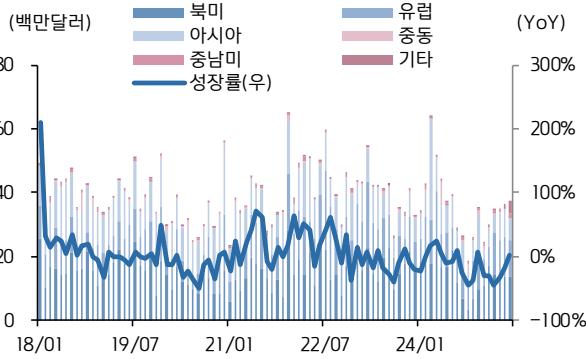
자료: HD현대사이트솔루션, 키움증권 리서치센터

23년 이후 북미를 중심으로 가스 엔진 수출 확대 지속



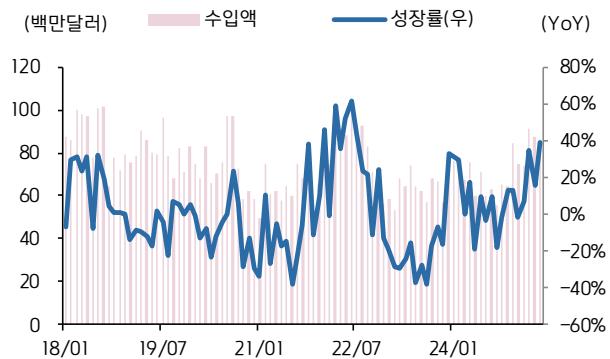
자료: Trass, 키움증권 리서치센터

대륙별 디젤 엔진 수출 추이



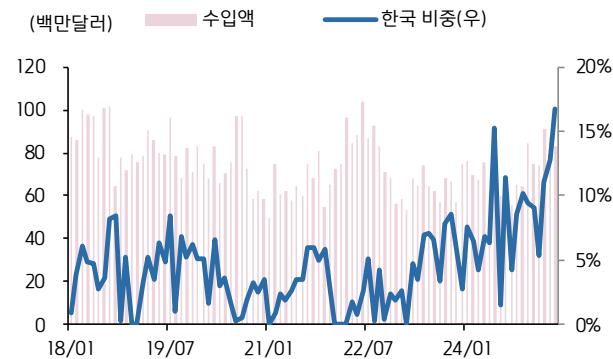
자료: Trass, 키움증권 리서치센터

미국 가스 엔진 수입 추이



자료: USITC, 키움증권 리서치센터

미국 가스 엔진 수입 중 한국 비중 추이

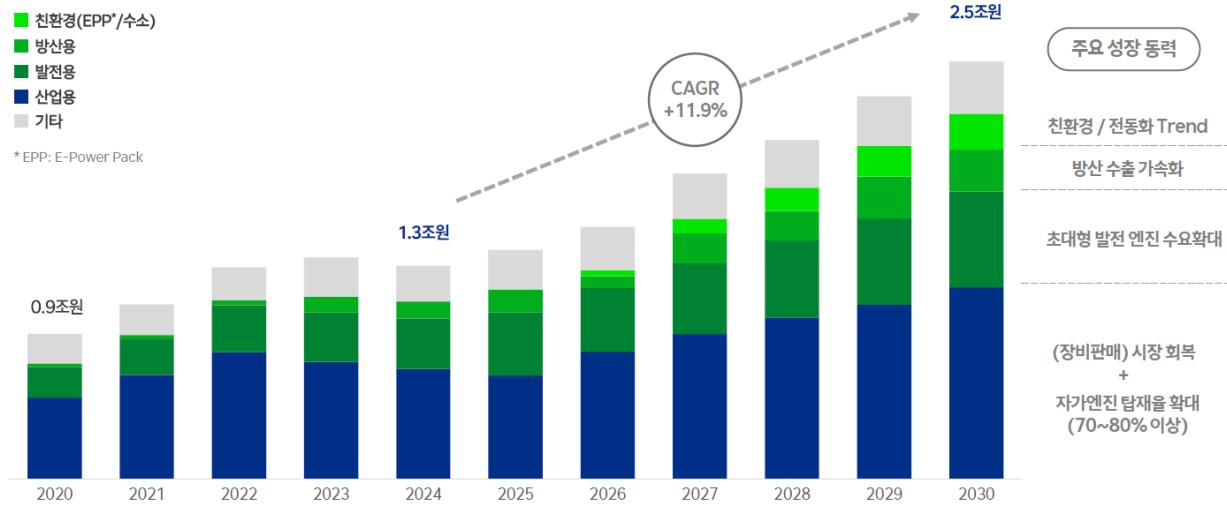


자료: USITC, 키움증권 리서치센터

HD현대 건기 그룹의 엔진 사업 육성 전략

01 엔진 사업 육성

- 2개 브랜드 모두에 자가 엔진 적용 비율을 확대하고, 방산/초대형 발전 등 고성장/고수익의 영역은 추가 육성



※ 엔진사업 총매출 기준

자료: HD현대사이트솔루션, 키움증권 리서치센터

두산밥캣

2Q Review

2Q25 매출액은 2조 2,014억원(yoy -1.6%), 영업이익 2,042억원(yoy -14.8%, OPM 9.3%)를 달성하며 시장 기대치(2,129억원), 당사 추정치(2,282억원)을 각각 4.1%, 10.5% 하회하였다. 북미 시장의 수요 개선이 더딘 상황에서 매출 감소와 프로모션 비용 확대 및 관세 영향으로 수익성이 부진했던 영향으로 판단한다. 다만, 지속적인 재고 조정을 통해 북미/유럽 선진 시장에서의 딜러 재고를 전년 동기 대비 15% 감축하며 정상 수준까지 도달하였다. 북미 시장에서의 금리 인하 및 관세 불확실성이 해소되기 시작하는 하반기부터는 점진적인 수요 개선으로 매출 볼륨 확대가 나타날 것으로 기대한다.

투자의견 BUY 유지,

TP 72,000원 상향

2025년 매출액 8조 6,480억원(yoy +1.1%), 영업이익 7,820억원(yoy -10.3%, OPM 9.0%)를 전망한다. 북미 지역 외에 다른 지역에서 건기 수요 개선이 나타나고 있는 상황에서 하반기에는 북미 지역도 관세 및 금리 인하 불확실성이 해소되며 점진적인 수요 회복세가 나타날 것으로 전망한다. 이에 하반기부터 매출 성장과 이익 개선이 시작될 것으로 기대한다.

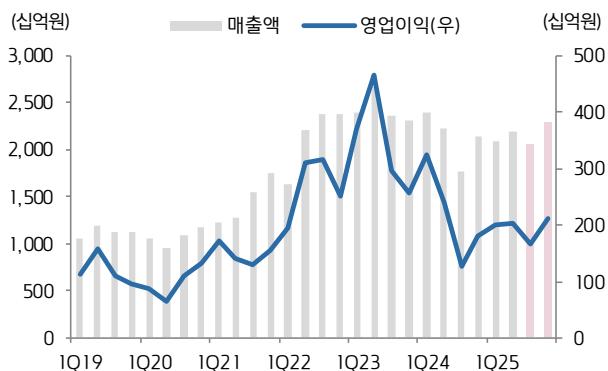
투자의견 BUY를 유지하고 12MF EPS 7,172원에 Target PER 10배(글로벌 Peer 평균 대비 40% 할인)를 적용하여 목표주가는 72,000원으로 상향한다. 동사는 북미 현지 생산 비중이 60~70% 수준으로 추정되기 때문에 경쟁업체 대비 상대적으로 관세 영향이 제한적이다. 또한, 일부 장비의 경우 수요 개선이 나타나면 판가 인상도 가능한 상황이다. 올해 미국의 금리 인하가 마무리되면 높은 금리에 지연되었던 주택 구매 수요가 회복되며 동사의 컴팩트 장비 매출 확대가 나타날 것으로 기대한다.

두산밥캣 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

| (십억원) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25P | 3Q25F | 4Q25F | 2024 | 2025F | 2026F |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 2,394.6 | 2,236.6 | 1,777.7 | 2,142.3 | 2,098.2 | 2,201.4 | 2,050.6 | 2,297.8 | 8,551.2 | 8,648.0 | 9,058.6 |
| (YoY) | -0.4% | -16.3% | -24.9% | -7.5% | -12.4% | -1.6% | 15.4% | 7.3% | -12.4% | 1.1% | 4.7% |
| 영업이익 | 326.0 | 239.5 | 125.7 | 180.2 | 200.0 | 204.2 | 166.2 | 211.6 | 871.4 | 782.0 | 870.9 |
| (YoY) | -11.8% | -48.7% | -57.8% | -29.6% | -38.6% | -14.8% | 32.2% | 17.4% | -37.3% | -10.3% | 11.4% |
| OPM | 13.6% | 10.7% | 7.1% | 8.4% | 9.5% | 9.3% | 8.1% | 9.2% | 10.2% | 9.0% | 9.6% |
| 순이익 | 216.8 | 157.9 | 64.3 | 124.4 | 113.4 | 121.8 | 126.6 | 162.5 | 563.4 | 524.2 | 643.5 |
| (YoY) | 4.5% | -48.7% | -66.0% | -42.7% | -47.7% | -22.9% | 96.9% | 30.6% | -38.9% | -7.0% | 22.8% |
| NPM | 9.1% | 7.1% | 3.6% | 5.8% | 5.4% | 5.5% | 6.2% | 7.1% | 6.6% | 6.1% | 7.1% |

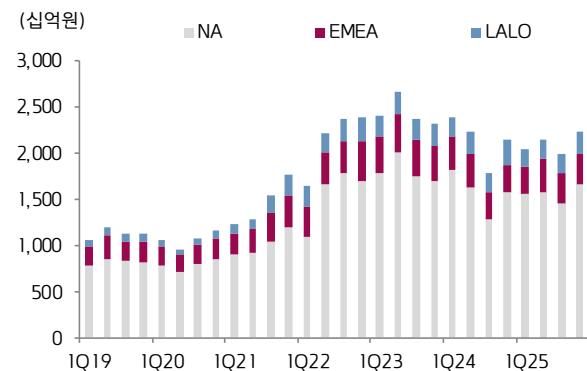
자료: 두산밥캣, 키움증권 리서치센터

두산밥캣 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



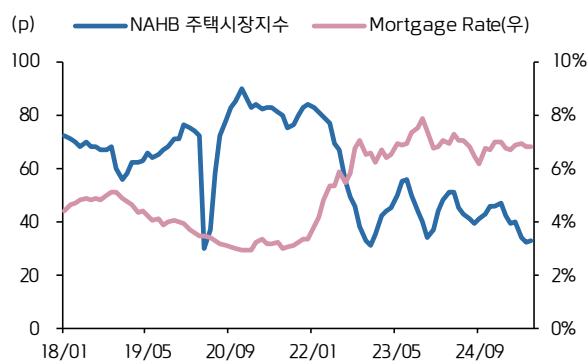
자료: 두산밥캣, 키움증권 리서치센터

두산밥캣 부문별 매출 추이 및 전망



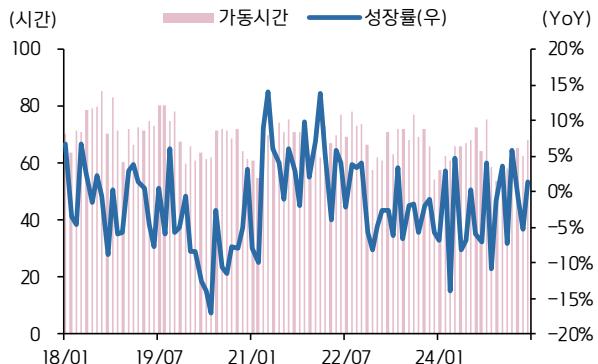
자료: 두산밥캣, 키움증권 리서치센터

미국 NAHB 주택시장지수 및 모기지 금리 추이



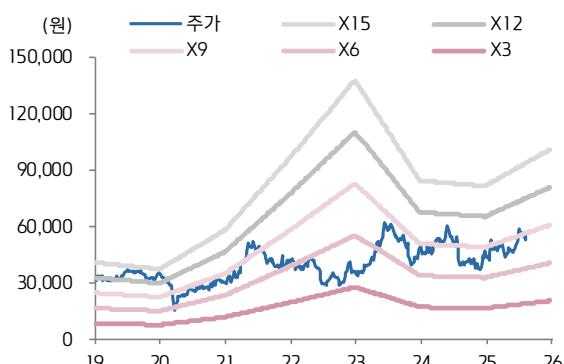
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

북미 굴삭기 월간 평균 가동시간



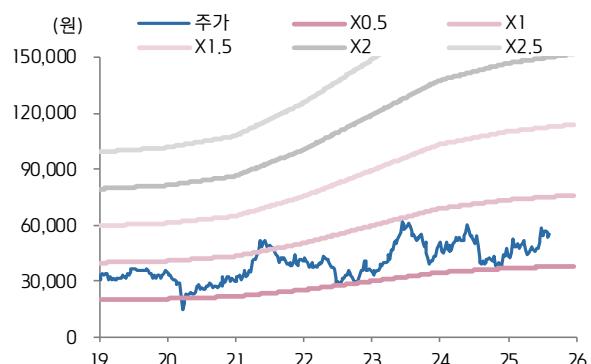
자료: Komatsu, 키움증권 리서치센터

두산밥캣 12M Forward P/E 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

두산밥캣 12M Forward P/B 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 9,758.9 | 8,551.2 | 8,648.0 | 9,058.6 | 9,480.0 |
| 매출원가 | 7,382.4 | 6,560.0 | 6,625.2 | 6,834.7 | 7,063.6 |
| 매출총이익 | 2,376.5 | 1,991.2 | 2,022.8 | 2,223.9 | 2,416.4 |
| 판관비 | 986.6 | 1,119.8 | 1,240.7 | 1,353.0 | 1,465.0 |
| 영업이익 | 1,389.9 | 871.4 | 782.0 | 870.9 | 951.4 |
| EBITDA | 1,635.1 | 1,165.1 | 1,132.4 | 1,223.1 | 1,319.5 |
| 영업외손익 | -132.6 | -73.0 | -49.4 | -13.0 | 5.0 |
| 이자수익 | 38.8 | 67.3 | 77.2 | 88.8 | 106.7 |
| 이자비용 | 112.4 | 107.1 | 107.1 | 107.1 | 107.1 |
| 외환관련이익 | 76.0 | 148.9 | 68.9 | 68.9 | 68.9 |
| 외환관련손실 | 88.4 | 130.6 | 47.8 | 47.8 | 47.8 |
| 종속 및 관계기업손익 | 0.5 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 |
| 기타 | -47.1 | -51.4 | -40.5 | -15.7 | -15.6 |
| 법인세차감전이익 | 1,257.3 | 798.4 | 732.6 | 858.0 | 956.4 |
| 법인세비용 | 335.8 | 235.1 | 208.5 | 214.5 | 239.1 |
| 계속사업순손익 | 921.5 | 563.4 | 524.2 | 643.5 | 717.3 |
| 당기순이익 | 921.5 | 563.4 | 524.2 | 643.5 | 717.3 |
| 지배주주순이익 | 921.5 | 563.4 | 524.2 | 643.5 | 717.3 |
| 증감율 및 수익성 (%) | | | | | |
| 매출액 증감율 | 13.2 | -12.4 | 1.1 | 4.7 | 4.7 |
| 영업이익 증감율 | 29.7 | -37.3 | -10.3 | 11.4 | 9.2 |
| EBITDA 증감율 | 26.3 | -28.7 | -2.8 | 8.0 | 7.9 |
| 지배주주순이익 증감율 | 43.1 | -38.9 | -7.0 | 22.8 | 11.5 |
| EPS 증감율 | 43.1 | -38.9 | -3.4 | 24.0 | 11.5 |
| 매출총이익률(%) | 24.4 | 23.3 | 23.4 | 24.6 | 25.5 |
| 영업이익률(%) | 14.2 | 10.2 | 9.0 | 9.6 | 10.0 |
| EBITDA Margin(%) | 16.8 | 13.6 | 13.1 | 13.5 | 13.9 |
| 지배주주순이익률(%) | 9.4 | 6.6 | 6.1 | 7.1 | 7.6 |

현금흐름표

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 영업활동 현금흐름 | 1,279.9 | 783.7 | 1,119.9 | 1,224.6 | 1,368.7 |
| 당기순이익 | 910.2 | 607.2 | 524.2 | 643.5 | 717.3 |
| 비현금항목의 가감 | 650.2 | 626.5 | 668.3 | 664.4 | 687.0 |
| 유형자산감가상각비 | 179.6 | 217.7 | 263.7 | 265.3 | 281.0 |
| 무형자산감가상각비 | 65.6 | 76.0 | 86.7 | 86.9 | 87.0 |
| 지분법평가손익 | -0.5 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 |
| 기타 | 405.5 | 332.9 | 318.0 | 312.3 | 319.1 |
| 영업활동자산부채증감 | 96.5 | -94.2 | 165.9 | 149.6 | 203.9 |
| 매출채권및기타채권의감소 | 41.9 | 204.2 | -6.0 | -25.3 | -25.9 |
| 재고자산의감소 | -163.7 | 105.7 | -22.5 | -95.3 | -97.8 |
| 매입채무및기타채무의증가 | 278.1 | -335.0 | 202.0 | 283.0 | 341.9 |
| 기타 | -59.8 | -69.1 | -7.6 | -12.8 | -14.3 |
| 기타현금흐름 | -377.0 | -355.8 | -238.5 | -232.9 | -239.5 |
| 투자활동 현금흐름 | -248.7 | -622.8 | -591.7 | -654.5 | -623.4 |
| 유형자산의 취득 | -170.4 | -295.7 | -270.5 | -333.2 | -302.0 |
| 유형자산의 처분 | 4.0 | 4.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의 순취득 | -89.6 | -99.8 | -90.2 | -90.2 | -90.2 |
| 투자자산의감소(증가) | -4.8 | -4.9 | -3.8 | -3.8 | -3.8 |
| 단기금융자산의감소(증가) | 0.6 | -0.8 | -0.8 | -0.9 | -1.0 |
| 기타 | 11.5 | -226.3 | -226.4 | -226.4 | -226.4 |
| 재무활동 현금흐름 | -347.0 | 164.0 | -221.7 | -210.3 | -210.3 |
| 차입금의 증가(감소) | -128.1 | 462.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소) | 0.0 | 0.0 | -2.3 | 0.0 | 0.0 |
| 자기주식처분(취득) | -2.5 | -65.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금지급 | -155.0 | -173.2 | -159.1 | -150.0 | -150.0 |
| 기타 | -61.4 | -60.2 | -60.3 | -60.3 | -60.3 |
| 기타현금흐름 | 4.6 | -64.2 | -33.9 | -38.9 | -38.9 |
| 현금 및 현금성자산의 순증가 | 688.8 | 260.7 | 272.6 | 320.9 | 496.0 |
| 기초현금 및 현금성자산 | 711.2 | 1,596.1 | 1,856.8 | 2,129.4 | 2,450.3 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 1,400.0 | 1,856.8 | 2,129.4 | 2,450.3 | 2,946.3 |

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 유동자산 | 3,885.6 | 4,486.8 | 4,800.5 | 5,255.7 | 5,890.8 |
| 현금 및 현금성자산 | 1,400.0 | 1,856.8 | 2,129.5 | 2,450.4 | 2,946.4 |
| 단기금융자산 | 6.6 | 7.4 | 8.2 | 9.1 | 10.2 |
| 매출채권 및 기타채권 | 563.8 | 526.1 | 532.1 | 557.4 | 583.3 |
| 재고자산 | 1,814.1 | 1,985.0 | 2,007.5 | 2,102.8 | 2,200.6 |
| 기타유동자산 | 101.1 | 111.5 | 123.2 | 136.0 | 150.3 |
| 비유동자산 | 6,486.2 | 7,522.8 | 7,536.8 | 7,611.8 | 7,639.6 |
| 투자자산 | 18.9 | 23.7 | 27.3 | 31.0 | 34.7 |
| 유형자산 | 1,259.0 | 1,652.6 | 1,659.4 | 1,727.4 | 1,748.4 |
| 무형자산 | 4,984.7 | 5,587.2 | 5,590.7 | 5,594.1 | 5,597.2 |
| 기타비유동자산 | 223.6 | 259.3 | 259.4 | 259.3 | 259.3 |
| 자산총계 | 10,371.8 | 12,009.6 | 12,337.2 | 12,867.5 | 13,530.4 |
| 유동부채 | 2,410.8 | 2,466.8 | 2,668.7 | 2,951.7 | 3,293.6 |
| 매입채무 및 기타채무 | 1,789.2 | 1,733.4 | 1,935.4 | 2,218.4 | 2,560.2 |
| 단기금융부채 | 149.8 | 245.5 | 245.5 | 245.5 | 245.5 |
| 기타유동부채 | 471.8 | 487.9 | 487.8 | 487.8 | 487.9 |
| 비유동부채 | 2,006.1 | 2,648.4 | 2,648.4 | 2,648.4 | 2,648.4 |
| 장기금융부채 | 1,270.0 | 1,803.4 | 1,803.4 | 1,803.4 | 1,803.4 |
| 기타비유동부채 | 736.1 | 845.0 | 845.0 | 845.0 | 845.0 |
| 부채총계 | 4,416.9 | 5,115.1 | 5,317.1 | 5,600.1 | 5,941.9 |
| 자본부분 | 5,954.8 | 6,894.5 | 7,020.1 | 7,267.3 | 7,588.3 |
| 자본금 | 55.6 | 63.4 | 61.0 | 61.0 | 61.0 |
| 자본잉여금 | 1,907.7 | 2,174.9 | 2,174.9 | 2,174.9 | 2,174.9 |
| 기타자본 | -232.4 | -327.9 | -327.9 | -327.9 | -327.9 |
| 기타포괄손익누계액 | -318.7 | -630.6 | -876.8 | -1,123.1 | -1,369.3 |
| 이익잉여금 | 4,542.7 | 5,614.8 | 5,988.9 | 6,482.4 | 7,049.6 |
| 비자지분부 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 5,954.8 | 6,894.5 | 7,020.1 | 7,267.3 | 7,588.3 |

투자지표

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 9,192 | 5,620 | 5,431 | 6,732 | 7,504 |
| BPS | 59,400 | 68,774 | 73,442 | 76,028 | 79,387 |
| CFPS | 15,678 | 11,869 | 12,355 | 13,683 | 14,691 |
| DPS | 1,600 | 1,600 | 1,600 | 1,600 | 1,600 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 5.5 | 7.5 | 10.1 | 8.2 | 7.3 |
| PER(최고) | 7.3 | 11.1 | 13.6 | | |
| PER(최저) | 3.5 | 5.9 | 7.5 | | |
| PBR | 0.85 | 0.61 | 0.75 | 0.72 | 0.69 |
| PBR(최고) | 1.13 | 0.91 | 1.01 | | |
| PBR(최저) | 0.54 | 0.48 | 0.56 | | |
| PSR | 0.52 | 0.49 | 0.61 | 0.58 | 0.56 |
| PCFR | 3.2 | 3.5 | 4.5 | 4.0 | 3.8 |
| EV/EBITDA | 3.1 | 3.8 | 4.6 | 4.0 | 3.3 |
| 수요비율(%) | | | | | |
| 배당성향(%),보통주,현금) | 17.4 | 28.2 | 28.6 | 23.3 | 20.9 |
| 배당수익률(%),보통주,현금) | 3.2 | 3.8 | 2.9 | 2.9 | 2.9 |
| ROA | 9.4 | 5.0 | 4.3 | 5.1 | 5.4 |
| ROE | 16.8 | 8.8 | 7.5 | 9.0 | 9.7 |
| ROIC | 15.5 | 8.7 | 7.3 | 8.7 | 9.6 |
| 매출채권회전율 | 16.5 | 15.7 | 16.3 | 16.6 | 16.6 |
| 재고자산회전율 | 5.6 | 4.5 | 4.3 | 4.4 | 4.4 |
| 부채비율 | 74.2 | 74.2 | 75.7 | 77.1 | 78.3 |
| 순차입금비율 | 0.2 | 2.7 | -1.3 | -5.6 | -12.0 |
| 이자보상배율 | 12.4 | 8.1 | 7.3 | 8.1 | 8.9 |
| 총차입금 | 1,419.8 | 2,048.9 | 2,048.9 | 2,048.9 | 2,048.9 |
| 순차입금 | 13.1 | 184.8 | -88.8 | -410.6 | -907.6 |
| NOPLAT | 1,635.1 | 1,165.1 | 1,132.4 | 1,223.1 | 1,319.5 |
| FCF | 1,093.9 | 428.8 | 715.1 | 731.4 | 893.3 |

HD현대인프라코어

2Q Review

2Q25 매출액은 1조 1,846억원(yoy +6.9%), 영업이익 1,058억원(yoy +1,497.7%, OPM 5.7%)를 달성하며 시장 기대치(776억원), 당사 추정치(643억원)을 큰 폭으로 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록하였다.

건기 사업 부문의 실적 회복세가 본격적으로 시작되었고 엔진 사업 부문의 수익성이 지난 분기 대비 큰 폭으로 개선된 영향으로 추정한다. 건기 사업부는 유럽, 아프리카 등을 중심으로 수요 회복이 나타나며 매출 볼륨 확대와 이익 개선이 시작되었다. 특히, 아프리카의 경우 광산 개발 수요 성장의 영향으로 중대형 제품의 판매가 확대되며 제품 믹스 개선에 기여한 것으로 추정한다. 중국 시장도 견조한 회복세가 지속되고 있어 하반기에도 건기 사업부의 실적 개선이 이어질 것으로 판단한다.

엔진 사업부는 발전기용 엔진 및 방산 엔진의 매출 성장에 따른 믹스 개선으로 전년 대비 이익률이 4.8%p 개선되며 큰 폭의 성장세를 시현하였다. 특히, 발전용 엔진의 경우 북미를 중심으로 전력 수요 강세의 영향으로 비상 발전용 엔진의 주문이 확대된 영향으로 판단한다. 북미의 전력 수급 불균형에 따른 비상 발전기 수요 확대 추세가 지속되며 방산과 발전용 엔진 중심의 성장세는 지속될 것으로 전망한다.

투자의견 BUY 유지,
TP 20,200원 상향

2025년 매출액 4조 4,402억원(yoy +7.9%), 영업이익 3,591억원(yoy +95%, OPM 8.1%)를 전망한다. 하반기에도 유럽, 아프리카, 중남미 등 주요 지역에서의 수요 회복세가 지속되며 완만한 실적 개선세가 나타날 것으로 기대한다. 엔진 사업 부문은 북미를 중심으로 발전용 엔진 매출 확대와 견조한 방산용 엔진 수요에 힘입어 믹스 개선에 따른 고성장세가 지속될 것으로 판단한다.

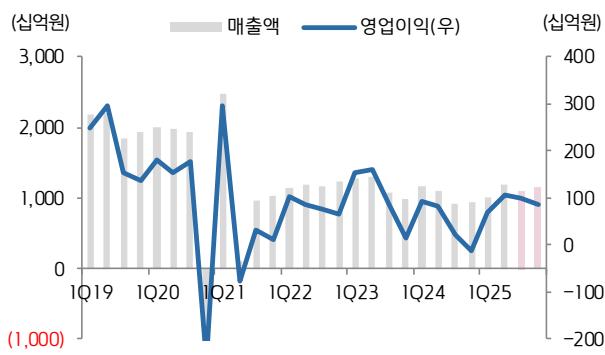
투자의견 BUY를 유지하고, 밸류에이션 방법을 SOTP로 변경하여 목표주가는 20,200원으로 상향한다. 목표주가는 26F PER 11배 수준이다.

HD현대인프라코어 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

| (십억원) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25P | 3Q25F | 4Q25F | 2024 | 2025F | 2026F |
|-------|---------|---------|--------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 1,157.3 | 1,108.2 | 909.8 | 938.9 | 1,018.5 | 1,184.6 | 1,094.2 | 1,143.0 | 4,114.2 | 4,440.2 | 4,883.4 |
| (YoY) | -10.1% | -15.7% | -15.5% | -4.4% | -12.0% | 6.9% | 20.3% | 21.7% | -11.7% | 7.9% | 10.0% |
| 영업이익 | 92.8 | 81.5 | 20.7 | -10.9 | 67.8 | 105.8 | 100.4 | 85.1 | 184.2 | 359.1 | 508.2 |
| (YoY) | -39.2% | -49.7% | -76.9% | 적전 | -26.9% | 29.8% | 385.1% | 흑전 | -56.0% | 95.0% | 41.5% |
| OPM | 8.0% | 7.4% | 2.3% | -1.2% | 6.7% | 8.9% | 9.2% | 7.4% | 4.5% | 8.1% | 10.4% |
| 순이익 | 67.6 | 63.1 | -25.4 | 3.2 | 39.9 | 27.5 | 69.7 | 58.8 | 108.5 | 195.9 | 346.6 |
| (YoY) | -39.9% | -44.3% | 적전 | 흑전 | -40.9% | -56.4% | 흑전 | 1735.2% | -53.0% | 80.5% | 77.0% |
| NPM | 5.8% | 5.7% | -2.8% | 0.3% | 3.9% | 2.3% | 6.4% | 5.1% | 2.6% | 4.4% | 7.1% |

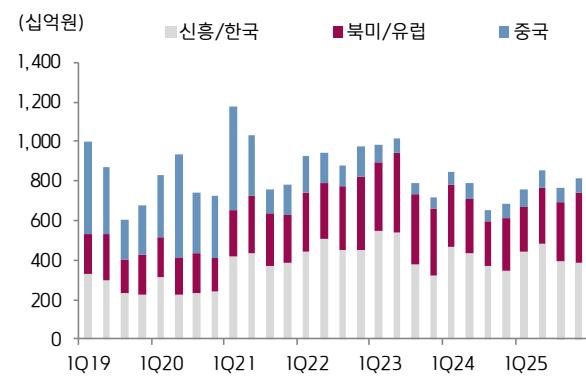
자료: HD현대인프라코어, 키움증권 리서치센터

HD현대인프라코어 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



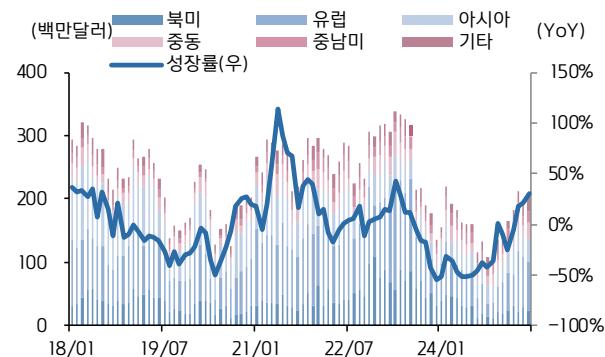
자료: HD현대인프라코어, 키움증권 리서치센터

HD현대인프라코어 건기 사업부 지역별 매출 추이 및 전망



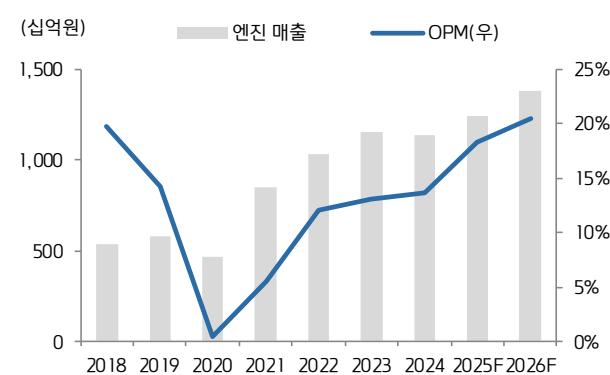
자료: HD현대인프라코어, 키움증권 리서치센터

대륙별 굴삭기 수출 추이



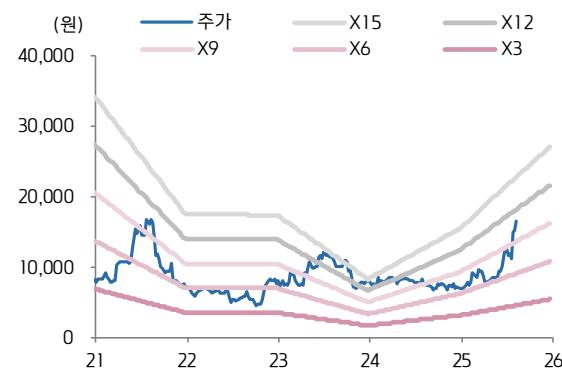
자료: Trass, 키움증권 리서치센터

HD현대인프라코어 엔진 사업부 실적 추이



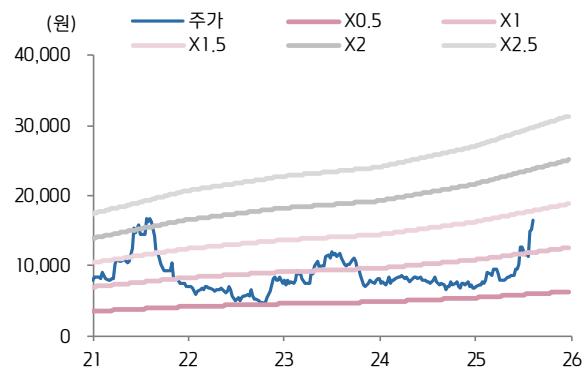
자료: HD현대인프라코어, 키움증권 리서치센터

HD현대인프라코어 12M Forward P/E 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

HD현대인프라코어 12M Forward P/B 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 4,659.6 | 4,114.2 | 4,440.2 | 4,883.4 | 5,133.3 |
| 매출원가 | 3,536.0 | 3,185.4 | 3,282.1 | 3,528.4 | 3,657.1 |
| 매출총이익 | 1,123.6 | 928.7 | 1,158.1 | 1,355.0 | 1,476.3 |
| 판관비 | 705.3 | 744.6 | 799.1 | 846.7 | 897.7 |
| 영업이익 | 418.3 | 184.2 | 359.1 | 508.2 | 578.6 |
| EBITDA | 569.8 | 340.8 | 525.7 | 676.8 | 772.1 |
| 영업외손익 | -75.9 | -23.4 | -77.6 | -20.8 | -15.7 |
| 이자수익 | 9.6 | 7.8 | 7.9 | 8.1 | 13.2 |
| 이자비용 | 69.4 | 57.0 | 57.0 | 57.0 | 57.0 |
| 외환관련이익 | 97.1 | 133.6 | 73.4 | 73.4 | 73.4 |
| 외환관련손실 | 89.8 | 81.9 | 42.9 | 42.9 | 42.9 |
| 종속 및 관계기업손익 | -0.1 | -0.3 | -0.3 | -0.3 | -0.3 |
| 기타 | -23.3 | -25.6 | -58.7 | -2.1 | -2.1 |
| 법인세차감전이익 | 342.4 | 160.8 | 281.5 | 487.5 | 562.9 |
| 법인세비용 | 111.7 | 52.4 | 85.7 | 140.9 | 162.7 |
| 계속사업순손익 | 230.7 | 108.4 | 195.9 | 346.6 | 400.2 |
| 당기순이익 | 230.7 | 108.4 | 195.9 | 346.6 | 400.2 |
| 지배주주순이익 | 230.7 | 108.4 | 195.8 | 346.5 | 400.0 |
| 증감율 및 수익성 (%) | | | | | |
| 매출액 증감율 | -2.0 | -11.7 | 7.9 | 10.0 | 5.1 |
| 영업이익 증감율 | 25.8 | -56.0 | 95.0 | 41.5 | 13.9 |
| EBITDA 증감율 | 17.7 | -40.2 | 54.3 | 28.7 | 14.1 |
| 지배주주순이익 증감율 | 0.4 | -53.0 | 80.6 | 77.0 | 15.4 |
| EPS 증감율 | -0.4 | -52.5 | 86.4 | 79.4 | 15.5 |
| 매출총이익률(%) | 24.1 | 22.6 | 26.1 | 27.7 | 28.8 |
| 영업이익률(%) | 9.0 | 4.5 | 8.1 | 10.4 | 11.3 |
| EBITDA Margin(%) | 12.2 | 8.3 | 11.8 | 13.9 | 15.0 |
| 지배주주순이익률(%) | 5.0 | 2.6 | 4.4 | 7.1 | 7.8 |

현금흐름표

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동 현금흐름 | 447.5 | 443.3 | 329.4 | 438.5 | 597.5 |
| 당기순이익 | 230.7 | 108.4 | 195.9 | 346.6 | 400.2 |
| 비현금항목의 가감 | 407.8 | 339.3 | 431.8 | 488.7 | 530.3 |
| 유형자산감가상각비 | 102.2 | 110.9 | 120.9 | 127.0 | 154.5 |
| 무형자산감가상각비 | 49.4 | 45.7 | 45.8 | 41.6 | 39.0 |
| 지분법평가손익 | -0.1 | -0.3 | -0.3 | -0.3 | -0.3 |
| 기타 | 256.3 | 183.0 | 265.4 | 320.4 | 337.1 |
| 영업활동자산부채증감 | -104.4 | 141.7 | -163.5 | -207.1 | -126.6 |
| 매출채권및기타채권의감소 | 303.5 | 177.8 | -57.0 | -77.5 | -43.7 |
| 재고자산의감소 | -88.8 | 88.4 | -108.1 | -147.0 | -82.9 |
| 매입채무및기타채무의증가 | -273.4 | 28.1 | -7.2 | 10.2 | -6.1 |
| 기타 | -45.7 | -152.6 | 8.8 | 7.2 | 6.1 |
| 기타현금흐름 | -86.6 | -146.1 | -134.8 | -189.7 | -206.4 |
| 투자활동 현금흐름 | -121.8 | -172.0 | -254.3 | -397.0 | -294.5 |
| 유형자산의 취득 | -116.5 | -131.7 | -148.3 | -251.2 | -125.6 |
| 유형자산의 처분 | 5.3 | 5.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의 순취득 | -27.9 | -38.4 | -31.4 | -32.6 | -34.1 |
| 투자자산의감소(증가) | 8.9 | -1.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 단기금융자산의감소(증가) | -297.0 | 156.5 | 87.7 | 49.1 | 27.5 |
| 기타 | 305.4 | -162.3 | -162.3 | -162.3 | -162.3 |
| 재무활동 현금흐름 | -387.5 | -274.3 | -39.9 | -35.2 | -35.2 |
| 차입금의 증가(감소) | -320.9 | -174.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소) | 0.0 | 0.0 | -4.4 | 0.0 | 0.0 |
| 자기주식처분(취득) | 0.0 | -56.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금지급 | -47.9 | -21.9 | -13.4 | -13.2 | -13.2 |
| 기타 | -18.7 | -22.1 | -22.1 | -22.0 | -22.0 |
| 기타현금흐름 | 2.8 | 22.3 | 57.4 | 57.4 | 57.4 |
| 현금 및 현금성자산의 순증가 | -58.9 | 19.3 | 92.7 | 63.8 | 325.2 |
| 기초현금 및 현금성자산 | 298.4 | 239.5 | 258.8 | 351.4 | 415.2 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 239.5 | 258.8 | 351.4 | 415.2 | 740.4 |

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 유동자산 | 2,833.4 | 2,596.3 | 2,758.0 | 2,989.8 | 3,408.1 |
| 현금 및 현금성자산 | 239.5 | 258.8 | 351.5 | 415.1 | 740.4 |
| 단기금융자산 | 355.8 | 199.3 | 111.6 | 62.5 | 35.0 |
| 매출채권 및 기타채권 | 748.1 | 719.4 | 776.4 | 853.9 | 897.6 |
| 재고자산 | 1,425.5 | 1,364.3 | 1,472.4 | 1,619.4 | 1,702.3 |
| 기타유동자산 | 64.5 | 54.5 | 46.1 | 38.9 | 32.8 |
| 비유동자산 | 1,585.0 | 1,690.9 | 1,703.6 | 1,818.5 | 1,784.5 |
| 투자자산 | 3.6 | 4.5 | 4.2 | 4.0 | 3.7 |
| 유형자산 | 1,187.9 | 1,227.5 | 1,254.9 | 1,379.1 | 1,350.2 |
| 무형자산 | 160.5 | 160.9 | 146.5 | 137.4 | 132.6 |
| 기타비유동자산 | 233.0 | 298.0 | 298.0 | 298.0 | 298.0 |
| 자산총계 | 4,418.4 | 4,287.2 | 4,461.6 | 4,808.3 | 5,192.6 |
| 유동부채 | 1,803.4 | 1,674.8 | 1,667.6 | 1,677.8 | 1,671.7 |
| 매입채무 및 기타채무 | 826.3 | 797.4 | 790.2 | 800.4 | 794.4 |
| 단기금융부채 | 667.5 | 570.5 | 570.5 | 570.5 | 570.5 |
| 기타유동부채 | 309.6 | 306.9 | 306.9 | 306.9 | 306.8 |
| 비유동부채 | 801.7 | 765.2 | 765.2 | 765.2 | 765.2 |
| 장기금융부채 | 641.0 | 621.4 | 621.4 | 621.4 | 621.4 |
| 기타비유동부채 | 160.7 | 143.8 | 143.8 | 143.8 | 143.8 |
| 부채총계 | 2,605.1 | 2,440.0 | 2,432.8 | 2,443.0 | 2,436.9 |
| 자본지분 | 1,815.1 | 1,849.3 | 2,030.7 | 2,367.2 | 2,757.3 |
| 자본금 | 199.6 | 199.6 | 195.2 | 195.2 | 195.2 |
| 자본잉여금 | 340.0 | 340.2 | 340.2 | 340.2 | 340.2 |
| 기타자본 | -1,580.7 | -1,580.7 | -1,580.7 | -1,580.7 | -1,580.7 |
| 기타포괄손익누계액 | 251.1 | 264.8 | 268.0 | 271.2 | 274.5 |
| 이익잉여금 | 2,605.1 | 2,625.4 | 2,808.0 | 3,141.2 | 3,528.1 |
| 비자지분지분 | -1.8 | -2.1 | -2.0 | -1.8 | -1.7 |
| 자본총계 | 1,813.3 | 1,847.2 | 2,028.7 | 2,365.4 | 2,755.7 |

투자지표

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 1,158 | 550 | 1,026 | 1,840 | 2,125 |
| BPS | 9,094 | 9,599 | 10,787 | 12,574 | 14,647 |
| CFPS | 3,206 | 2,274 | 3,288 | 4,437 | 4,943 |
| DPS | 110 | 70 | 70 | 70 | 70 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 7.0 | 12.5 | 16.1 | 9.0 | 7.8 |
| PER(최고) | 12.7 | 16.6 | 16.4 | | |
| PER(최저) | 5.7 | 11.4 | 6.7 | | |
| PBR | 0.89 | 0.72 | 1.53 | 1.32 | 1.13 |
| PBR(최고) | 1.62 | 0.95 | 1.56 | | |
| PBR(최저) | 0.73 | 0.65 | 0.63 | | |
| PSR | 0.35 | 0.33 | 0.71 | 0.64 | 0.61 |
| PCFR | 2.5 | 3.0 | 5.0 | 3.7 | 3.3 |
| EV/EBITDA | 4.1 | 6.0 | 7.4 | 5.8 | 4.7 |
| 주요비율(%) | | | | | |
| 배당성향(%),보통주,현금) | 9.5 | 12.4 | 6.7 | 3.8 | 3.3 |
| 배당수익률(%),보통주,현금) | 1.4 | 1.0 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| ROA | 5.0 | 2.5 | 4.5 | 7.5 | 8.0 |
| ROE | 13.4 | 5.9 | 10.1 | 15.8 | 15.6 |
| ROI | 10.7 | 3.6 | 9.2 | 12.2 | 13.0 |
| 매출채권회전율 | 4.4 | 5.6 | 5.9 | 6.0 | 5.9 |
| 재고자산회전율 | 3.4 | 2.9 | 3.1 | 3.2 | 3.1 |
| 부채비율 | 143.7 | 132.1 | 119.9 | 103.3 | 88.4 |
| 순차입금비율 | 39.3 | 39.7 | 35.9 | 30.2 | 15.1 |
| 이자보상배율 | 6.0 | 3.2 | 6.3 | 8.9 | 10.2 |
| 총차입금 | 1,308.5 | 1,191.9 | 1,191.9 | 1,191.9 | 1,191.9 |
| 순차입금 | 713.2 | 733.9 | 728.8 | 714.3 | 416.5 |
| NOPLAT | 569.8 | 340.8 | 525.7 | 676.8 | 772.1 |
| FCF | 203.5 | 227.0 | 73.3 | 39.1 | 318.6 |

HD현대건설기계

2Q Review

2Q25 매출액은 9,677억원(yoy +13.4%), 영업이익 400억원(yoy -31.6%, OPM 4.1%)을 달성하며 시장 기대치(352억원)를 상회하였으나 당사 추정치(580억원)을 하회하였다. 광산 수요 증가에 따른 아프리카/신흥 시장의 탄력적인 수요 회복과 견조한 인도 시장, 중국의 회복세 지속 등에 힘입어 본격적인 매출이 성장세로 전환하였다. 다만, 매출 확대에도 중국 생산 법인의 폐쇄에 따른 비용 170억원과 신제품 출시/바우만 전시회 관련 비용 43억원 등 총 213억원의 일회성 비용이 반영되며 수익성 개선은 제한적이었다.

투자의견 BUY 상향,
TP 126,000원 상향

2025년 매출액 3조 6,047억원(yoy +4.8%), 영업이익 1,686억원(yoy -11.5%, OPM 4.7%)을 전망한다. 하반기에도 건기 사업 부문의 텐어라운드 기조는 지속될 것으로 판단한다. 아프리카, 중남미, 인도네시아 등 자원국을 중심으로 광산 투자가 증가함에 따라 건기 수요 확대와 제품 믹스 개선이 동시에 나타날 것으로 기대한다. 선진 시장 중 북미의 수요 개선은 더디지만 유럽의 경우 영국/이탈리아 등 주요 국가를 중심으로 수요 회복세가 나타나고 있다. 인도 시장은 인프라 예산 집행이 다소 지연되었지만 4분기부터 인프라 투자 재개가 예상된다. 중국 시장의 견조한 회복세도 지속되고 있다는 점이 긍정적이다. 다만, 하반기 중국 지역 생산 체제 개편에 따른 비용이 약 150억원 반영될 것으로 예상되어 수익성 개선은 다소 제한적일 것으로 판단한다.

HD현대인프라코어와의 합병으로 엔진 사업의 성장세를 공유할 수 있고, 건기 사업부의 본격적인 실적 회복을 반영하여 투자의견을 BUY로 상향하고, 목표주가는 합병 이후의 기업 가치를 감안한 SOTP를 적용하여 126,000원으로 상향한다.

HD현대건설기계 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

| (십억원) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25P | 3Q25F | 4Q25F | 2024 | 2025F | 2026F |
|-------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 979.1 | 853.0 | 816.8 | 789.1 | 906.8 | 967.7 | 856.0 | 874.2 | 3,438.0 | 3,604.7 | 3,890.6 |
| (YoY) | -3.8% | -17.4% | -12.1% | -6.7% | -7.4% | 13.4% | 4.8% | 10.8% | -10.1% | 4.8% | 7.9% |
| 영업이익 | 53.6 | 58.6 | 43.0 | 35.2 | 41.7 | 40.0 | 45.9 | 41.0 | 190.4 | 168.6 | 249.4 |
| (YoY) | -33.0% | -39.3% | -20.2% | 31.2% | -22.3% | -31.6% | 6.8% | 16.4% | -26.0% | -11.5% | 48.0% |
| OPM | 5.5% | 6.9% | 5.3% | 4.5% | 4.6% | 4.1% | 5.4% | 4.7% | 5.5% | 4.7% | 6.4% |
| 순이익 | 45.8 | 30.6 | 11.4 | -2.0 | 25.7 | 0.6 | 24.4 | 20.9 | 85.9 | 71.5 | 168.8 |
| (YoY) | -34.1% | -54.7% | -65.5% | 적지 | -44.0% | -97.9% | 112.9% | 흑전 | -32.6% | -16.8% | 136.1% |
| NPM | 4.7% | 3.6% | 1.4% | -0.2% | 2.8% | 0.1% | 2.8% | 2.4% | 2.5% | 2.0% | 4.3% |

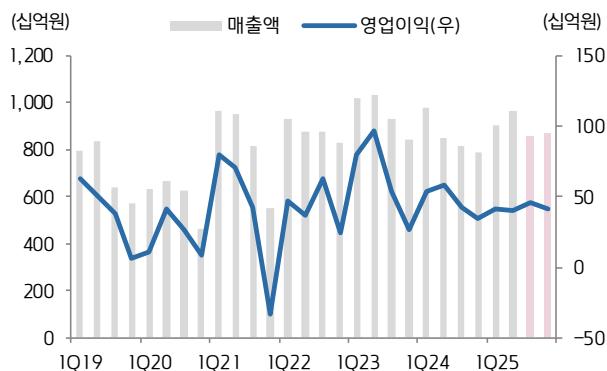
자료: HD현대건설기계, 키움증권 리서치센터

HD건설기계 Valuation

| SOTP Valuation (단위: 십억원) | | 비고 |
|--------------------------|------------------|--|
| 건설기계 사업 가치(A) | 30,287 | |
| 26F 순이익 | 3,029 | |
| Target PER(배) | 10 | 글로벌 건설기계 업체 평균 26F PER 14 배의 할인 적용 40% |
| 엔진 사업 가치(B) | 31,827 | |
| 26F 순이익 | 2,122 | |
| Target PER(배) | 15 | 북미 엔진 업체인 Cummins 의 26F PER 15 배 적용 |
| 순차입금(C) | 856 | 2026년말 기준 |
| 총 기업가치(A+B-C) | 61,258 | |
| 발행주식수(천주) | 47,983 | HD 현대인프라코어 합병 이후 기준 |
| 목표주가(원) | 126,000 / 20,200 | HD 현대건설기계 / HD 현대인프라코어 |
| 현재주가(원) | 99,600 / 16,550 | HD 현대건설기계 상승여력 27% / HD 현대인프라코어 상승여력 22% |
| 현재 시가총액 | 49,465 | HD 현대건설기계 17,591 억원, HD 현대인프라코어 31,874 억원 합산 |

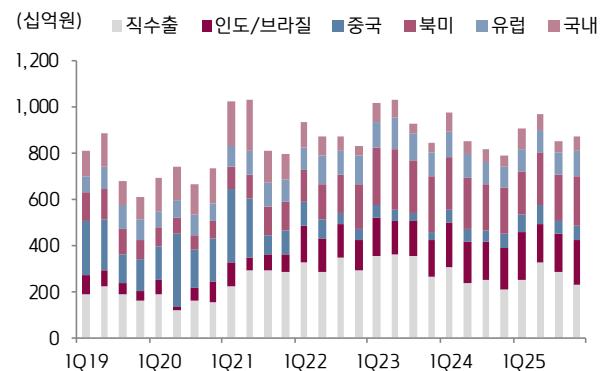
자료: 키움증권 리서치센터

HD현대건설기계 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



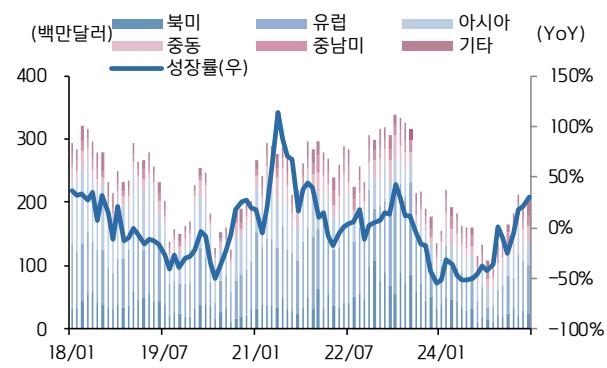
자료: HD현대건설기계, 키움증권 리서치센터

HD현대건설기계 지역별 매출 추이 및 전망



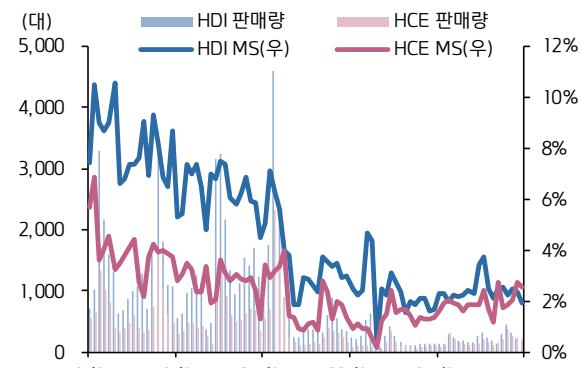
자료: HD현대건설기계, 키움증권 리서치센터

대륙별 굴삭기 수출 추이



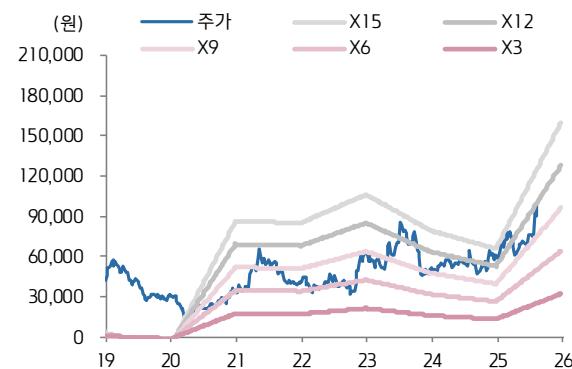
자료: Trass, 키움증권 리서치센터

중국 굴삭기 판매량 추이



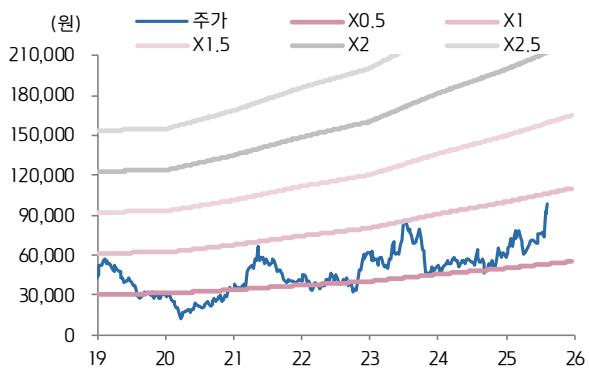
자료: HD현대사이트솔루션, 키움증권 리서치센터

HD현대건설기계 12M Forward P/E 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

HD현대건설기계 12M Forward P/B 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 3,825.0 | 3,438.1 | 3,604.7 | 3,890.6 | 4,189.3 |
| 매출원가 | 3,100.4 | 2,787.2 | 2,952.1 | 3,117.4 | 3,347.3 |
| 매출총이익 | 724.6 | 650.8 | 652.6 | 773.2 | 842.1 |
| 판관비 | 467.3 | 460.4 | 484.1 | 523.7 | 555.9 |
| 영업이익 | 257.2 | 190.4 | 168.6 | 249.4 | 286.2 |
| EBITDA | 324.4 | 259.1 | 248.2 | 324.3 | 354.9 |
| 영업외손익 | -67.0 | -68.9 | -64.1 | -11.7 | -7.6 |
| 이자수익 | 11.1 | 9.8 | 11.5 | 15.1 | 19.1 |
| 이자비용 | 45.8 | 43.0 | 43.0 | 43.0 | 43.0 |
| 외환관련이익 | 87.9 | 79.0 | 60.5 | 60.5 | 60.5 |
| 외환관련손실 | 61.6 | 58.5 | 41.2 | 41.2 | 41.2 |
| 종속 및 관계기업손익 | 0.0 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 |
| 기타 | -58.6 | -56.1 | -51.8 | -3.0 | -2.9 |
| 법인세차감전이익 | 190.2 | 121.5 | 104.5 | 237.8 | 278.6 |
| 법인세비용 | 62.7 | 35.5 | 32.9 | 69.0 | 80.8 |
| 계속사업순손익 | 127.5 | 86.0 | 71.5 | 168.8 | 197.8 |
| 당기순이익 | 127.5 | 86.0 | 71.5 | 168.8 | 197.8 |
| 지배주주순이익 | 139.4 | 100.0 | 78.7 | 185.7 | 217.6 |
| 증감율 및 수익성 (%) | | | | | |
| 매출액 증감율 | 8.8 | -10.1 | 4.8 | 7.9 | 7.7 |
| 영업이익 증감율 | 50.8 | -26.0 | -11.4 | 47.9 | 14.8 |
| EBITDA 증감율 | 38.0 | -20.1 | -4.2 | 30.7 | 9.4 |
| 지배주주순이익 증감율 | 25.0 | -28.3 | -21.3 | 136.0 | 17.2 |
| EPS 증감율 | 25.0 | -25.4 | -16.9 | 143.5 | 17.2 |
| 매출총이익률(%) | 18.9 | 18.9 | 18.1 | 19.9 | 20.1 |
| 영업이익률(%) | 6.7 | 5.5 | 4.7 | 6.4 | 6.8 |
| EBITDA Margin(%) | 8.5 | 7.5 | 6.9 | 8.3 | 8.5 |
| 지배주주순이익률(%) | 3.6 | 2.9 | 2.2 | 4.8 | 5.2 |

현금흐름표

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동 현금흐름 | 318.2 | 260.6 | 152.3 | 205.2 | 226.2 |
| 당기순이익 | 127.5 | 86.0 | 71.5 | 168.8 | 197.8 |
| 비현금항목의 가감 | 246.2 | 190.1 | 178.5 | 206.2 | 207.8 |
| 유형자산감가상각비 | 54.2 | 56.4 | 67.7 | 63.0 | 56.6 |
| 무형자산감가상각비 | 12.9 | 12.2 | 11.9 | 11.9 | 12.1 |
| 지분법평가손익 | 0.0 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 |
| 기타 | 179.1 | 121.6 | 99.0 | 131.4 | 139.2 |
| 영업활동자산부채증감 | 39.3 | 66.6 | -33.2 | -72.9 | -74.7 |
| 매출채권및기타채권의감소 | 74.3 | 13.4 | -25.4 | -43.6 | -45.6 |
| 재고자산의감소 | 111.4 | -1.1 | -54.7 | -93.9 | -98.1 |
| 매입채무및기타채무의증가 | -99.8 | 83.0 | 39.6 | 56.9 | 61.9 |
| 기타 | -46.6 | -28.7 | 7.3 | 7.7 | 7.1 |
| 기타현금흐름 | -94.8 | -82.1 | -64.5 | -96.9 | -104.7 |
| 투자활동 현금흐름 | -64.9 | -194.6 | -56.7 | -42.6 | -44.5 |
| 유형자산의 취득 | -116.0 | -173.3 | -36.6 | -20.8 | -22.3 |
| 유형자산의 처분 | 0.8 | 1.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의 순취득 | -13.2 | -14.5 | -11.9 | -13.2 | -13.2 |
| 투자자산의감소(증가) | -0.7 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 단기금융자산의감소(증가) | 170.0 | 7.4 | 6.9 | 6.4 | 6.0 |
| 기타 | -105.8 | -15.1 | -15.1 | -15.0 | -15.0 |
| 재무활동 현금흐름 | -222.9 | -253.8 | -221.2 | -220.8 | -220.8 |
| 차입금의 증가(감소) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소) | 0.0 | 0.0 | -1.6 | 0.0 | 0.0 |
| 자기주식처분(취득) | 0.0 | -30.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금지급 | -32.7 | -12.7 | -8.8 | -10.0 | -10.0 |
| 기타 | -190.2 | -210.8 | -210.8 | -210.8 | -210.8 |
| 기타현금흐름 | 4.2 | 24.3 | 198.3 | 198.3 | 198.3 |
| 현금 및 현금성자산의 순증가 | 34.6 | -163.4 | 72.8 | 140.2 | 159.2 |
| 기초현금 및 현금성자산 | 393.1 | 427.7 | 264.2 | 337.0 | 477.2 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 427.7 | 264.2 | 337.0 | 477.2 | 636.4 |

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 유동자산 | 2,199.2 | 2,112.8 | 2,250.4 | 2,513.9 | 2,803.8 |
| 현금 및 현금성자산 | 427.7 | 264.2 | 337.0 | 477.2 | 636.4 |
| 단기금융자산 | 112.0 | 104.6 | 97.7 | 91.3 | 85.3 |
| 매출채권 및 기타채권 | 500.5 | 524.8 | 550.2 | 593.9 | 639.5 |
| 재고자산 | 1,059.1 | 1,128.7 | 1,183.4 | 1,277.3 | 1,375.3 |
| 기타유동자산 | 99.9 | 90.5 | 82.1 | 74.2 | 67.3 |
| 비유동자산 | 1,097.8 | 1,211.8 | 1,180.6 | 1,139.6 | 1,106.3 |
| 투자자산 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.4 | 0.3 |
| 유형자산 | 817.3 | 903.1 | 872.0 | 829.8 | 795.5 |
| 무형자산 | 92.7 | 93.2 | 93.1 | 94.4 | 95.5 |
| 기타비유동자산 | 187.1 | 214.9 | 215.0 | 215.0 | 215.0 |
| 자산총계 | 3,297.0 | 3,324.6 | 3,430.9 | 3,653.5 | 3,910.0 |
| 유동부채 | 1,014.2 | 1,063.5 | 1,103.2 | 1,160.0 | 1,221.9 |
| 매입채무 및 기타채무 | 394.6 | 536.4 | 576.0 | 632.9 | 694.8 |
| 단기금융부채 | 441.7 | 348.2 | 348.2 | 348.2 | 348.2 |
| 기타유동부채 | 177.9 | 178.9 | 179.0 | 178.9 | 178.9 |
| 비유동부채 | 511.7 | 467.3 | 467.3 | 467.3 | 467.3 |
| 장기금융부채 | 373.6 | 339.2 | 339.2 | 339.2 | 339.2 |
| 기타비유동부채 | 138.1 | 128.1 | 128.1 | 128.1 | 128.1 |
| 부채총계 | 1,525.9 | 1,530.8 | 1,570.4 | 1,627.3 | 1,689.2 |
| 자본지분 | 1,576.5 | 1,657.8 | 1,731.7 | 1,914.3 | 2,128.7 |
| 자본금 | 98.5 | 94.2 | 89.7 | 89.7 | 89.7 |
| 자본잉여금 | 803.2 | 838.5 | 841.5 | 841.5 | 841.5 |
| 기타자본 | -82.1 | -77.8 | -77.8 | -77.8 | -77.8 |
| 기타포괄손익누계액 | 151.5 | 147.8 | 154.7 | 161.6 | 168.5 |
| 이익잉여금 | 605.3 | 655.0 | 723.7 | 899.3 | 1,106.8 |
| 비자지분 | 194.6 | 136.0 | 128.9 | 112.0 | 92.2 |
| 자본총계 | 1,771.1 | 1,793.8 | 1,860.6 | 2,026.2 | 2,220.9 |
| 투자지표 | | | | | (단위: 원, %, 배) |
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 7,077 | 5,277 | 4,385 | 10,678 | 12,511 |
| BPS | 80,021 | 90,564 | 99,577 | 110,073 | 122,403 |
| CFPS | 18,964 | 14,575 | 13,935 | 21,566 | 23,324 |
| DPS | 700 | 500 | 600 | 600 | 600 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 7.3 | 11.0 | 22.4 | 9.2 | 7.9 |
| PER(최고) | 13.1 | 13.5 | 22.9 | | |
| PER(최저) | 6.2 | 8.5 | 12.7 | | |
| PBR | 0.65 | 0.64 | 0.99 | 0.89 | 0.80 |
| PBR(최고) | 1.16 | 0.78 | 1.01 | | |
| PBR(최저) | 0.55 | 0.50 | 0.56 | | |
| PSR | 0.27 | 0.32 | 0.49 | 0.44 | 0.41 |
| PCFR | 2.7 | 4.0 | 7.1 | 4.6 | 4.2 |
| EV/EBITDA | 4.6 | 5.9 | 8.5 | 6.1 | 5.1 |
| 주요비율(%) | | | | | |
| 배당성향(%), 보통주, 현금 | 10.0 | 10.3 | 14.1 | 6.0 | 5.1 |
| 배당수익률(%), 보통주, 현금 | 1.4 | 0.9 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| ROA | 3.8 | 2.6 | 2.1 | 4.8 | 5.2 |
| ROE | 9.2 | 6.2 | 4.6 | 10.2 | 10.8 |
| ROIC | 8.5 | 6.0 | 5.3 | 8.1 | 9.1 |
| 매출채권회전율 | 8.2 | 6.7 | 6.7 | 6.8 | 6.8 |
| 재고자산회전율 | 3.5 | 3.1 | 3.1 | 3.2 | 3.2 |
| 부채비율 | 86.2 | 85.3 | 84.4 | 80.3 | 76.1 |
| 순차입금비율 | 15.6 | 17.8 | 13.6 | 5.9 | -1.5 |
| 이자보상배율 | 5.6 | 4.4 | 3.9 | 5.8 | 6.7 |
| 총차입금 | 815.2 | 687.4 | 687.4 | 687.4 | 687.4 |
| 순차입금 | 275.6 | 318.5 | 252.6 | 118.9 | -34.4 |
| NOPLAT | 324.4 | 259.1 | 248.2 | 324.3 | 354.9 |
| FCF | 155.6 | 78.0 | 113.3 | 145.1 | 161.7 |

투자의견 변동내역 (2개년)

| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | | 과리율(%) | | 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | | 과리율(%) | |
|---|------------|------------------------|----------|------|--------|--------|--------------------------------------|------------|---------------|---------|------|--------|--------|
| | | | 대상시점 | 가격대비 | 평균주가 | 최고주가대비 | | | | 대상시점 | 가격대비 | 평균주가 | 최고주가대비 |
| 두산밥캣 (241560) | 2023-11-30 | BUY(Initiate) | 64,000원 | 6개월 | -27.07 | -20.47 | HD현대인프라 코어 (042670) | 2023-11-30 | BUY(Initiate) | 12,000원 | 6개월 | -35.32 | -31.67 |
| | 2024-02-08 | BUY(Maintain) | 61,000원 | 6개월 | -20.68 | -12.79 | | 2024-01-16 | BUY(Maintain) | 12,000원 | 6개월 | -35.88 | -30.00 |
| | 2024-03-25 | BUY(Maintain) | 64,000원 | 6개월 | -17.85 | -12.34 | | 2024-02-05 | BUY(Maintain) | 12,000원 | 6개월 | -34.78 | -28.58 |
| | 2024-04-30 | BUY(Maintain) | 69,000원 | 6개월 | -19.44 | -10.87 | | 2024-03-25 | BUY(Maintain) | 12,000원 | 6개월 | -34.21 | -28.58 |
| | 2024-05-29 | BUY(Maintain) | 74,000원 | 6개월 | -35.58 | -22.03 | | 2024-04-30 | BUY(Maintain) | 12,000원 | 6개월 | -33.60 | -27.25 |
| | 2024-08-30 | BUY(Maintain) | 66,000원 | 6개월 | -38.11 | -34.02 | | 2024-05-29 | BUY(Maintain) | 12,000원 | 6개월 | -34.20 | -29.50 |
| | 2024-10-29 | BUY(Maintain) | 55,000원 | 6개월 | -21.66 | -4.55 | | 2024-07-23 | BUY(Maintain) | 12,000원 | 6개월 | -37.07 | -26.42 |
| | 2025-02-11 | BUY(Maintain) | 63,000원 | 6개월 | -24.22 | -17.94 | | 2024-10-29 | BUY(Maintain) | 10,000원 | 6개월 | -27.98 | -20.40 |
| | 2025-05-27 | BUY(Maintain) | 63,000원 | 6개월 | -20.47 | -1.90 | | 2025-02-05 | BUY(Maintain) | 10,000원 | 6개월 | -21.68 | -1.70 |
| | 2025-08-06 | BUY(Maintain) | 72,000원 | 6개월 | | | | 2025-05-27 | BUY(Maintain) | 11,000원 | 6개월 | 7.18 | 43.18 |
| HD현대건설 기계 (267270) | 2023-11-30 | BUY(Initiate) | 74,000원 | 6개월 | -33.51 | -29.46 | | 2025-08-06 | BUY(Maintain) | 20,200원 | 6개월 | | |
| | 2024-01-16 | BUY(Maintain) | 74,000원 | 6개월 | -33.31 | -23.38 | | | | | | | |
| | 2024-02-07 | BUY(Maintain) | 74,000원 | 6개월 | -30.56 | -22.16 | | | | | | | |
| | 2024-03-25 | BUY(Maintain) | 74,000원 | 6개월 | -29.52 | -20.54 | | | | | | | |
| | 2024-04-25 | BUY(Maintain) | 74,000원 | 6개월 | -28.73 | -19.32 | | | | | | | |
| | 2024-08-06 | BUY(Maintain) | 74,000원 | 6개월 | -29.08 | -22.84 | | | | | | | |
| | 2024-10-24 | BUY(Maintain) | 70,000원 | 6개월 | -12.39 | 3.86 | | | | | | | |
| | 2025-02-07 | Outperform (Downgrade) | 82,000원 | 6개월 | -11.45 | 15.85 | | | | | | | |
| | 2025-08-06 | BUY(Upgrade) | 126,000원 | 6개월 | | | | | | | | | |

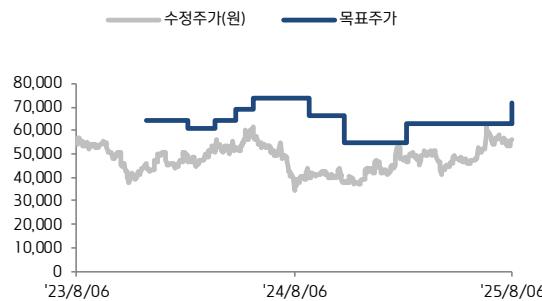
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

고지사항

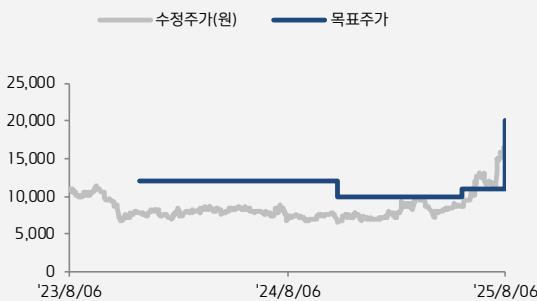
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

목표주가 추이 (2개년)

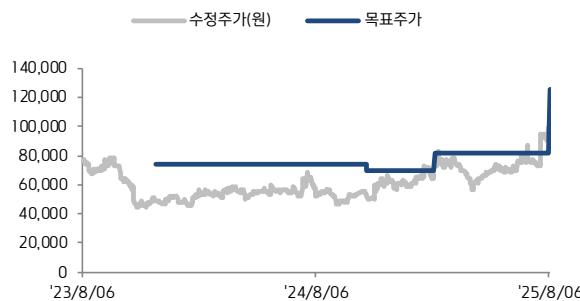
두산밥캣



HD현대인프라코어



HD현대건설기계



투자의견 및 적용기준

| 기업 | 적용기준(6개월) |
|------------------------|------------------------|
| Buy(매수) | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상 |
| Outperform(시장수익률 상회) | 시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상 |
| Marketperform(시장수익률) | 시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상 |
| Sell(매도) | 시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상 |

| 업종 | 적용기준(6개월) |
|--------------------|----------------------|
| Overweight (비중확대) | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Neutral (중립) | 시장대비 +10~-10% 변동 예상 |
| Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |

투자등급 비율 통계 (2024/07/01~2025/06/30)

| 매수 | 중립 | 매도 |
|--------|-------|-------|
| 96.48% | 3.52% | 0.00% |