

현대건설기계(267270)

PER 15배 도달, 하반기 YoY +45%면 OK!

■ 2Q17도 사실상 좋았고, 여기저기 다 좋은 현대건설기계

2Q 연결 매출액 6,832억원(YoY +28%, QoQ +6%), 영업이익 358억원(+10%, -16%)로 공표기준 어닝쇼크였지만, 인적분할에 따른 재고장비 미실현손익 -255억원 일회성을 감안할 경우 613억원으로 양호했다.

동사는 여기저기 다 좋다. 작년 9월 CNHi와 전략적 제휴(OEM 및 CKD)를 맺고 올해 1천억원 매출이 더해졌고 장차 늘어날 수 있다는 안내이다<그림7>. 또한 9월 유럽 총괄법인 설립과 R&D 강화로 선진시장 판매 확대를 도모한다고 밝혔다. 연초부터 떠들썩했던 인도에서는 상반기에만 2,000대를 판매해 작년의 2,600대를 크게 넘어설 전망이다.

■ 타겟 PE 15배에서 TP 45만원, 다만 주가 빨리 올라 HOLD 의견

동사의 목표주가를 타겟 PER 15배에서 45만원, HOLD 의견으로 커버리지를 개시한다. 좋은 업황과 실적 성장세에 안타까운 의견인데, 15배도 꽤 높은 타겟 멀티플이다. 15배의 근거는, 1) CAT, Komatsu, 중국의 SANY 등의 PER 25배~30배에서 2nd Tier 할인을 적용했다. 또한 2) 동사의 경쟁사 두산인프라코어(연결)가 현재 PER 9배에 거래되고 있다. 그러나 두산밥캣을 제외한 별도의 두산인프라코어는 올해 최고점에서 PER 15배를 인정받았다<표6>.

■ 하반기 매출 YoY 성장폭이 22% 이상일 대 투자의견 상향 가능

동사에 대한 목표주가의 차이는 실적 예상치의 차이이다. 당사가 제시한 매출 2.45조원(YoY +22%), 영업이익 1,460억원(+44%), 순이익 960억원은, 상반기·하반기 매출 55:45에서 도출되었다. 즉, 당사는 하반기 매출 성장폭을 상반기 21%와 비슷한 22%로 가정했다.

2017년은 강력한 턴어라운드의 원년이기 때문에 하반기 성장폭이 더 커지고 계절성이 무뎌질 것이라는 기대감도 있다. 그래서 살펴보았는데 과거 시장 회복기에도 여지 없이 55:45의 계절성을 띄었다<그림1>. 또한 하반기 매출이 상반기만큼 나오기 위해서는 하반기 매출이 YoY +45% 성장해야 한다. 당사는 무리한 가정이라고 판단한다.

그러나 주가는 하반기 비수기와 무관하게 상승할 수 있다. 2007년, 2010년, 2016년 시장 성장기에, 하반기에도 주가는 올랐다<그림2>. 하반기 성장폭이 상반기 이상으로 찍혀, 목표주가와 투자의견을 올리기를 바라며, 울산항 수출 데이터를 매달 지켜보고자 한다.

조선/기계 최광식
(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

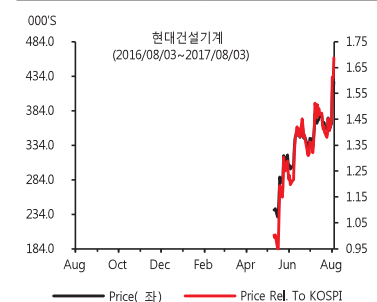
Hold (Initiate)

목표주가(12M)	450,000원
증가(2017/08/04)	430,000원

Stock Indicator

자본금	18십억원
발행주식수	358만주
시가총액	1,525십억원
외국인지분율	10.0%
배당금(2016E)	-
EPS(2017E)	35,380원
BPS(2017E)	226,681원
ROE(2017E)	23.5%
52주 주가	230,000~425,500원
60일평균거래량	50,841주
60일평균거래대금	15.9십억원

Price Trend



2Q17 Review: 분할에 따른 미실현손익 일회성

〈표1〉 현대건설기계 2Q17 공표기준으로는 어닝쇼크: 일회성 제거할 경우 서프라이즈

계정	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17@	y-y	q-q	컨센서스 07월27일
매출액	536	480	436	644	683.2	28%	6%	626
영업이익	32	20	10	43	35.8	10%	-16%	50
영업외	9	-8	15	-10	-2.0	적전	적지	-3
세전이익	42	11	24	32	33.8	-19%	4%	47
순이익	33	9	18	25	26.8	-18%	6%	35
지배주주순이익	33	9	18	25	26.8	-18.0%p	5.9%p	35
영업이익률	6.0%	4.1%	2.2%	6.6%	5.2%	-0.8%p	-1.4%p	8.0%
세전이익률	7.8%	2.4%	5.5%	5.0%	4.9%	-2.9%p	-0.1%p	7.5%
순이익률	6.1%	1.8%	4.2%	3.9%	3.9%	-2.2%p	0.0%p	5.6%
일회성					2Q17			
재고자산 미실현 손익					-25.5			
영업이익(일회성 제거)					61.3			
영업이익률					9.0%			

자료: 하이투자증권 리서치

〈표2〉 현대건설기계 지역별 매출과 성장폭: 신흥시장, 내수강세 & 선진시장 강세가 관심!

구분		17.2Q			17.1Q	16.2Q
			QoQ	YoY		
신흥 시장	러시아 / CIS	513	69.9%	342.2%	302	116
	중남미	257	34.6%	17.4%	191	219
	인도 (생산)	740	-6.7%	48.0%	793	500
	중국 (생산)	795	-17.4%	246.0%	962	230
	기타 지역	1,202	6.0%	-9.6%	1,134	1,329
	소계	3,507	3.7%	46.5%	3,382	2,394
국내 시장		1,750	6.1%	36.3%	1,649	1,284
선진 시장	북미 (판매)	986	14.6%	34.8%	859	730
	유럽 (판매)	979	9.8%	3.3%	892	948
	CNHI	362	39.2%	0.0%	260	4
	대양주	184	-32.4%	8.9%	272	169
	소계	2,509	9.9%	35.5%	2,283	1,851
기타 매출		47	-76.7%	-82.7%	202	272
총 계		7,813	3.9%	34.7%	7,516	5,801

자료: 하이투자증권 리서치

〈표3〉 현대건설기계의 제품별 매출

					(억원)	
구분	17.2Q			17.1Q	16.2Q	
		QoQ	YoY			
건설 기계	5,052	5.6%	33.1%	4,784	3,795	
산업 차량	1,260	9.0%	13.7%	1,156	1,108	
부품 사업 外	520	3.2%	14.3%	504	455	
총 계	6,832	6.0%	27.5%	6,444	5,358	

자료: 하이투자증권 리서치

VALUATION: 15배를 주지만, HOLD입니다..

현대건설기계의 목표주가를 Target PB 2배에서 45만원 또는 Target PER15배에서 45만원으로 커버리지를 개시한다. 그러나 당사의 보고서가 늦어, 그리고 주가가 크게 올라 투자의견은 HOLD이다.

타겟 PER 15배는 다소 흥하는 산업과 기업에 주는 잣대이다. 건설기계업은 지금 흥하고 있다. 15배의 근거는 1) 글로벌 PEER Group들의 PER이 CAT과 Komatsu 등 선진사가 25배 안팎, 중국 로컬 업체들은 30~40배를 받고 있는데, 2nd Tier라고 하더라도, 브라질, 인도, 러시아와 같은 BRICs 국가에서 M/S 15% 이상에, 베트남, 미얀마 등 동남아 지역별로 30% 안팎의 M/S인 동사에게 Peer Group 대비 절반 정도의 타겟은 그리 높은 것도 아니다.

〈표4〉 현대건설기계 목표주가 45만원 제시: 타겟 PB 2.0배, PER 환산 15배

계정	2016년	2017년	2018년	2019년	계정	2016년	2017년	2018년
BPS	200,025	226,681	258,448	295,946	매출액	2,015	2,449	2,476
PBR(고)		1.73			영업이익	101	146	175
PBR(저)		1.02			지배주주순이익	97	96	114
ROE	14%	12.5%	13.1%	14%	EPS	27,036	26,656	31,767
COE(고)		7.4%			PER Cross-Check			
COE(평)		6.8%				FWD 0Y	FWD 1Y	
적용ROE = FWD +0~1Y		12.8%				EPS	26,656	31,767
적용COE		6.5%	← Global Peer 5%~7%					
Target PBR		2.00						
적용 BPS = 2017년		226,681						
목표주가		450,000			타겟 PER 10	267,000	318,000	
증가(08.04)		430,000			12	320,000	381,000	
상승여력		5%			15	400,000	477,000	
					20	533,000	635,000	

자료: 하이투자증권 리서치

〈표5〉 Global Peer Group의 시장 인정 Valuation: 탭티어 PER 25~30배

회사	시가총액 (백만\$)	PER			EV/EBITDA			PBR			ROE		
		2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
한국													
두산인프라코어	1,491		9.6	8.0	9.09	7.50	7.05	0.9	0.8	0.7	-6.0	8.5	9.6
두산밥캣	3,110	16.5	14.7	12.6	8.91	7.98	7.49	1.1	1.0	0.9	5.8	7.0	7.7
현대건설기계	1,195												
중국													
SANY HEAVY INDUSTRY CO LTD-A	9,645	228.5	29.9	21.1	34.52	15.40	12.92	2.0	2.6	2.4	-0.2	8.7	11.3
XCMG CONSTRUCTION MACHIN-A	4,118	112.7	40.9	25.0	57.34	23.02	19.58	1.2	1.3	1.2	1.0	3.3	5.5
일본													
KOMATSU LTD	25,779	13.1	28.1	23.9	6.93	12.10	10.66	1.2	1.8	1.7	8.7	6.5	7.2
HITACHI CONSTRUCTION MACHINE	5,830	43.2	94.0	29.1	8.25	14.81	11.17	1.0	1.6	1.6	0.3	1.9	5.4
TAKEUCHI MFG CO LTD	941	6.9	11.6	11.2	2.68	4.98	5.36	1.2	1.6	1.5	19.2	15.2	14.3
KUBOTA CORP	21,458	15.7	17.3	15.8	12.03	12.83	11.83	1.7	1.9	1.7	11.2	11.2	11.3
미국/유럽													
CATERPILLAR INC	67,482	28.9	24.4	19.2	16.39	10.89	9.22	4.1	4.4	4.1	13.4	17.6	21.2
DEERE & CO	40,910	18.3	20.3	17.9	6.48	13.77	11.61	4.3	5.0	4.5	23.1	27.6	23.6
TEREX CORP	3,820	33.7	40.1	22.1		18.13	12.19	2.2	2.8	2.6	6.0	6.2	13.2
CNH INDUSTRY	15,810	25.7	26.8	19.4	5.39	8.44	6.79	3.5	3.3	2.7	10.0	10.5	15.3
SANDVIK AB	19,935	20.6	18.3	16.6	10.44	10.58	9.98	3.6	3.7	3.3	19.6	21.3	21.2
UNITED RENTALS INC	10,245	17.6	12.5	11.3	6.15	6.08	5.72	5.4	4.4	3.4	33.7	39.9	29.1
대형 메이커들의 Valuation Ratio 평균			43.5	23.6				2.3	2.2		7.6	10.1	

자료: 하이투자증권 리서치

〈표6〉 두산인프라코어 올해 추가 최고점에서, 별도의 영업가치는 PER 15배 인정받았다고 (인위적으로) 역산해 볼 수 있음

두산인프라코어 = ㉔ 별도 영업가치 + ㉕ 두산밥캣 지분가치			
계정	2015년	2016년	2017년
영업이익(별도, 십억원)	-264	46	113
당기순이익(별도)	-719	-56	50
자본총계(별도)	1,887	1,834	1,881
VALUATION RATIOS		EBIT RATIO	PER RATIO
		14.6	14.9
㉔ 별도의 영업가치(십억원)		670	746
두산밥캣 시장 시가총액		3,895	3,863
지분율		59.4%	59.4%
두산밥캣 보유지분가치		2,314	2,295
할인율		40%	40%
㉕ 두산밥캣 보유지분 가치 또 할인 (십억원)		1,390	1,380
시가총액 = ㉔ + ㉕		2,060	2,126
주식수(백만주)	207	207	207
주가	작년 고점 9,931		최고점 10,250

자료: 하이투자증권 리서치

실적 & 55:45의 계절성

시장 일각에서는 올해는 강한 턴어라운드 시장이기 때문에, 하반기 계절성이 무더지고 상반기에 준하는 실적 강세가 가능하다는 이야기도 있다. 그러나 아무리 시장 회복이 강해도, 실적의 계절성은 불가피하다고 판단한다. 이는, 2006년부터 2010년까지 시장 성장기에도 여지 없이 55:45의 계절성을 띄었기 때문이다<표8>.

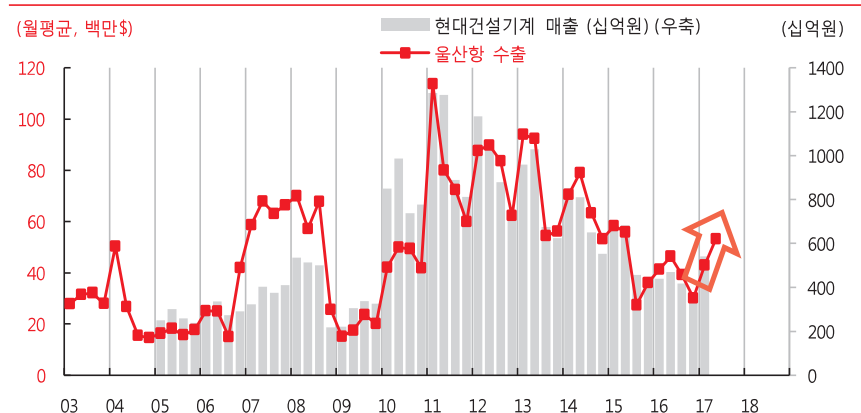
하반기 매출이 상반기와 같으려면, 상반기의 YoY +21%의 2배 이상인 YoY +45%의 매출 신장이 필요하다. 가능할 수도 있겠지만, 너무 무리한 가정이 아닌가 싶어, 당사는 하반기에 상반기와 비슷한 YoY 22% 회복폭이 지속될 것으로 가정했고, 이에 따라 연간 매출액을 2조4,490억원, 영업이익 1,460억원, 순이익 960억원 예상치를 제시한다.

<표7> 현대건설기계 실적 테이블: 하반기 판매 성장폭 YoY +21%로 가정

현대건설기계(연결)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	6.E+02	536		436	644	683	594	527	2,867	2,225	2,015	2,449	2,476
계절성 YoY	-2.E-01	-22%	5%	6%	15%	28%	24%	21%	-13%	-22%	-9%	22%	1.1%
영업이익	4.E+01	32	20	10	43	36	40	27	-33	-116	101	146	175
금융/기타영업외	8.E+00	9			-10	-2	-6	-6				-24	-23
세전사업이익	5.E+01	42			32	34	35	22				123	152
순이익	4.E+01	33			25	27	27	17				96	114
지배주주순이익	4.E+01	33			25	27	27	17				96	114
영업이익률	7.E-02	6.0%	4.1%	2.2%	6.6%	5.2%	6.8%	5.2%	-1.2%	-5.2%	5.0%	6.0%	7.1%
지배주주순이익률	7.E-02	6.1%			3.9%	3.9%	4.5%	3.2%				3.9%	4.6%
EPS(원)	1.E+04	9,124	2,372	5,134	7,059	7,478	7,458	4,662			27,036	26,656	31,767
BPS(원)					207,084	214,562	222,020	226,681			200,025	226,681	258,448

자료: 하이투자증권 리서치

<그림1> 현대건설기계의 수출을 가능할 수 있는 울산항 수출: 2분기 호조는 당연



자료: 하이투자증권 리서치

〈표8〉 현대건설기계와 두산인프라코어 건기BG(헤비)의 계절성

두산 건기BG(헤비)	1Q	2Q	3Q	4Q	그해 매출 YoY
05					
06	27%	28%	22%	24%	
07	21%	34%	23%	23%	61%
08	30%	30%	24%	16%	18%
09	26%	24%	22%	28%	6%
10	25%	32%	22%	22%	65%
11	37%	30%	18%	15%	-19%
12	32%	29%	23%	16%	-25%
13	25%	32%	22%	21%	-6%
14	28%	29%	21%	22%	-9%
15	33%	29%	20%	18%	-32%
16	27%	28%	23%	22%	0.1%

① 평균	28.2%	29.4%	21.7%	20.6%
	상반기: 57.6%			
② 성장기	25.4%	29.9%	22.6%	22.0%
	성장기: 55.3%			
③ 역성장	31.0%	29.7%	20.9%	18.4%
	역성장: 60.7%			
△ 급성장	23.0%	32.7%	22.3%	22.1%
	성장기: 55.6%			

현대 계절성	1Q	2Q	3Q	4Q	그해 매출 YoY
05	24%	29%	25%	23%	
06	25%	28%	23%	24%	14%
07	21%	27%	25%	27%	26%
08	30%	29%	28%	12%	17%
09	19%	26%	28%	27%	-33%
10	25%	29%	22%	23%	182%
11	30%	30%	21%	19%	27%
12	31%	27%	23%	19%	-11%
13	29%	31%	21%	19%	-13%
14	30%	28%	23%	19%	-13%
15	30%	31%	21%	18%	-22%
16	24%	29%	26%	21%	-11%

① 평균	26.6%	28.7%	23.7%	21.0%
	상반기: 55.3%			
② 성장기	26.4%	28.6%	23.8%	21.2%
	성장기: 55.0%			
③ 역성장기	27.2%	28.7%	23.5%	20.6%
	역성장: 55.9%			

자료: 하이투자증권 리서치

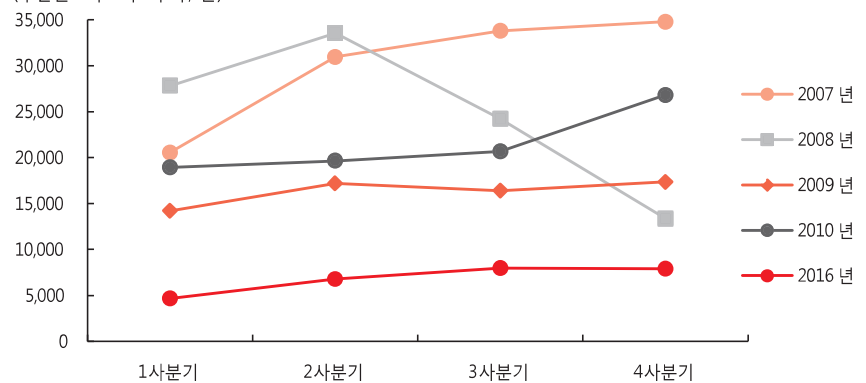
계절성에 따라 하반기 실적은 상반기보다 못하더라도, 다만 주가는 계절성과 관계 없다. 2007년, 2009년, 2016년의 시장 회복/성장기에 하반기 실적은 빠졌지만, 주가는 하반기에도 올랐다. 따라서 올해도 하반기에 YoY 성장폭이 유지될 경우 주가 강세는 지속될 수 있다.

〈그림2〉 매출 계절성으로 하반기 감익이어도, 시장 성장시기에 주가는 하반기 오른 적이 더 많아..

오른쪽 분기 평균 주가의 상반기 하반기 비교 대상은

건설장비 매출이 전년대비 성장했던 2007년, 2008년, 2009년, 2010년, 2016년 다섯 해

(두산인프라코어 주가, 원)



자료: 하이투자증권 리서치

투자포인트: 대형 장비와 신흥 시장 강자, CNHI와의 OEM

〈그림3〉 대형에 강한 현대건설기계: 러시아로 나갈~나간 120톤 초대형 굴삭기



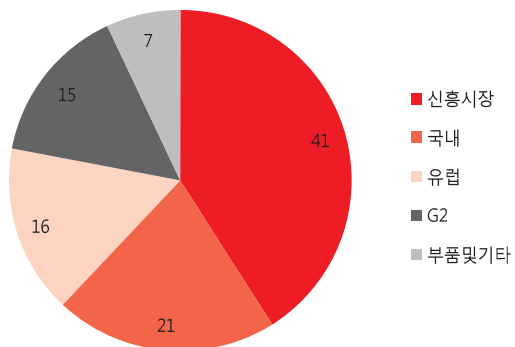
자료: 하이투자증권

〈그림4〉 현대건설기계의 소형 굴삭기와 CNHI에 OEM 납품하는 소형장비들 출항 전 모습



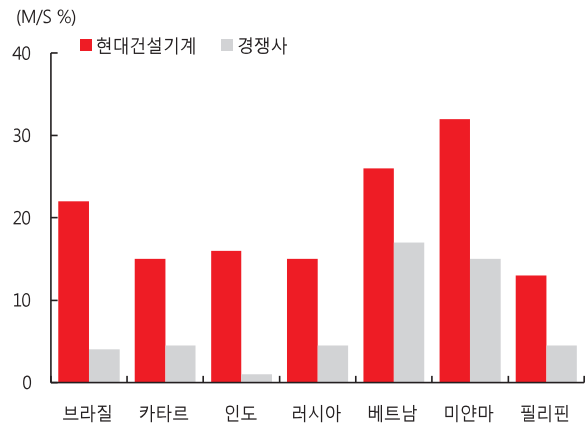
자료: 하이투자증권

〈그림5〉 2016년의 지역별 매출 비중



자료: 하이투자증권

〈그림6〉 BRICS, 동남아 등 신흥시장에서 입지가 강한 현대건설기계



자료: 하이투자증권

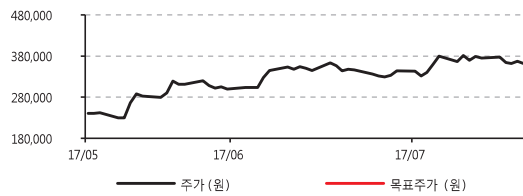
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원/%)			
	2016E	2017E	2018E	2019E		2016E	2017E	2018E	2019E		
유동자산	1,169	1,312	1,307	1,359	매출액	1,693	2,449	2,476	2,579		
현금 및 현금성자산	264	152	166	190	증가율(%)	-	44.7	1.1	4.2		
단기금융자산	-	-	-	-	매출원가	1,302	2,072	2,068	2,152		
매출채권	287	344	316	309	매출총이익	391	377	408	427		
재고자산	618	816	825	860	판매비와관리비	279	231	233	243		
비유동자산	633	623	632	640	연구개발비	-	-	-	-		
유형자산	613	623	632	640	기타영업수익	-	-	-	-		
무형자산	-	-	-	-	기타영업비용	-	-	-	-		
자산총계	1,802	1,935	1,939	1,999	영업이익	111	146	175	184		
유동부채	542	592	522	481	증가율(%)	-	31.3	19.4	5.6		
매입채무	209	306	279	273	영업이익률(%)	6.6	6.0	7.1	7.2		
단기차입금	330	281	239	203	이자수익	-	0	0	0		
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	-	3	3	3		
비유동부채	543	531	490	457	지분법이익(손실)	-	-	-	-		
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-	-21	-20	-		
장기차입금	466	419	378	340	세전계속사업이익	111	123	152	182		
부채총계	1,086	1,123	1,013	939	법인세비용	27	27	38	47		
지배주주지분	-	812	926	1,061	세전계속이익률(%)	6.6	5.0	6.1	7.0		
자본금	18	18	18	18	당기순이익	81	96	114	134		
자본잉여금	-	-	-	-	순이익률(%)	4.8	3.9	4.6	5.2		
이익잉여금	-	96	209	344	지배주주귀속 순이익	-	96	114	134		
기타자본항목	699	699	699	699	기타포괄이익	-	-	-	-		
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	81	96	114	134		
자본총계	717	812	926	1,061	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-		

현금흐름표		(단위:십억원)				주요투자지표		(단위:십억원/%)			
	2016E	2017E	2018E	2019E		2016E	2017E	2018E	2019E		
영업활동 현금흐름	-	-137	101	97	주당지표(원)						
당기순이익	81	96	114	134	EPS		35,380	31,767	37,498		
유형자산감가상각비	-	31	31	32	BPS		226,681	258,448	295,946		
무형자산상각비	-	-	-	-	CFPS		46,813	40,506	46,356		
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	-	-	-	-		
투자활동 현금흐름	-	-40	-40	-40	Valuation(배)						
유형자산의 처분(취득)	-	-40	-40	-40	PER		12.0	13.4	11.3		
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR		1.9	1.6	1.4		
금융상품의 증감	-	-	-	-	PCR		9.1	10.5	9.2		
재무활동 현금흐름	-	-96	-84	-74	EV/EBITDA		11.7	9.6	8.7		
단기금융부채의증감	-	-50	-42	-36	Key Financial Ratio(%)						
장기금융부채의증감	-	-47	-42	-38	ROE		23.5	13.1	13.5		
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	6.6	7.2	8.3	8.4		
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	151.4	138.2	109.3	88.5		
현금및현금성자산의증감	-	-112	14	24	순부채비율	74.2	67.4	48.6	33.2		
기초현금및현금성자산	-	264	152	166	매출채권회전율(x)	11.8	7.8	7.5	8.3		
기말현금및현금성자산	264	152	166	190	재고자산회전율(x)	5.5	3.4	3.0	3.1		

자료 : 현대건설기계, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자등급추이

의견제시 일자	투자의견	목표가격
2017-08-07	Hold	450,000

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-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 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 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

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

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2%	10.8%	-