

현대건설기계(267270)

- 건설장비 신흥시장의 강자

▶ 건설장비 신흥시장의 강자

- 당사는 현대중공업 건설장비 사업부문의 분할로 지난달에 상장되었다. 1985년 사업을 시작해 현재는 연간 5만여대의 건설장비와 산업차량을 생산한다. 전 세계 140개국 540개 딜러망과 6개 현지법인을 보유하고 있다. 지역별 매출비중은 신흥국 41%, 국내 21%, 유럽 16%, G2 15%, 부품/기타 7%로 나뉜다. 신흥국은 통상 중대형굴삭기 수요가 많으며 당사는 중대형 굴삭기에서 글로벌 TOP 7의 경쟁력을 보유하고 있다. 신흥국 건설장비 수요 중 가장 큰 사용처는 광산이며 광산 경기는 원자재가에 연동된다. 최근 원자재는 바닥을 찍고 회복기조를 보이고 있다.

▶ 실적 성장국면 진입

- 올해 실적은 매출액 2조 5,750억원, 영업이익 1,769억원 영업이익률 6.9%를 예상한다. 현재 시장 컨센서스는 분사전 데이터의 추정치가 상당부분 반영되어 있으며 분사전 데이터는 해외부문 실적 하락분이 있어 현재 기준과 오차가 있다. 중국을 포함한 북반구 건설장비 수요는 상반기가 하반기보다 좋은 계절성이 있지만 당사는 신흥국에 매출이 퍼져있어 계절적 요인이 희석된다. 매출원가에는 매출 증가에 따른 고정비 레버리지와 마진이 좋은 대형 굴삭기 매출 증가에 따른 효과가 반영되어 갈 것으로 예상된다. 최근 공시한 올해 매출액 3조원 가이던스는 시장 회복에 따른 회사의 자신감 표현으로 해석된다.

▶매수 투자의견 목표주가 418,000원으로 커버리지 시작

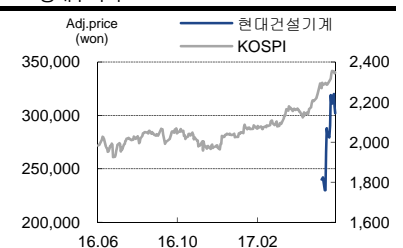
- 매수 투자의견과 목표주가 418,000원으로 커버리지 분석을 시작한다. 목표주가는 올해 추정 EPS 34,833원에 비교업체 평균 PER를 13.2배를 10% 할인한 12배를 적용했다. 글로벌 건설장비 업체들이 구조조정 이후 변동기에 있어 올해와 내년 PER를 적용하기에는 무리가 있다. 실적 개선에 따라 밸류에이션 매력이 부각될 것으로 예상된다.

Rating	매수(신규)
Target Price	418,000원
Previous	-

■ 주가지표

KOSPI(06/01)	2,347P
KOSDAQ(06/01)	652P
현재주가(06/01)	302,000원
시가총액	10,824억원
총발행주식수	358만주
120일 평균거래대금	3,176억원
52주 최고주가	320,000원
최저주가	230,000원
유동주식비율	65.3%
외국인지분율(%)	12.52%
주요주주	현대로보틱스 외 6인 (34.7%)
	케이씨씨 (7.0%)

■ 상대주가차트



결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2015A											
2016A											
2017F	25,750	1,769	1,248	1,248	34,833	8.8	1.6	5.5	6.9%	19.0%	NA
2018F	27,681	1,938	1,381	1,381	38,527	7.9	1.5	4.3	7.0%	21.0%	NA
2019F											

자료 : 현대건설기계, 한양증권 리서치센터 추정 *K-IFRS 별도 기준.

■ 현대중공업 사업분화로 설립

동사는 현대중공업 건설장비 사업부문에서 지난 2월 27일 임시주주총회 의결을 거쳐 현대로보틱스의 자회사로 분할되었고 5월에 재상장 되었다. 1985년 중기계사업부로 시작하여 현재 굴삭기, 휠로더, 백호로더, 지게차, 스키드스티어로더(SSL) 등을 생산한다. 연간 5만여대 규모의 건설장비 및 산업차량을 생산하며 7.5만평 규모의 공장을 보유하고 있다. 전세계 140개국 540개 딜러망과 미국, 유럽, 중국, 인도, 브라질, 인도네시아 현지법인으로 글로벌 네트워크를 갖추고 있다.

1Q17 기준 사업부문별 매출비중은 건설기계 74.9%, 산업차량 17.9%, 부품 7.2% 이다. 건설기계는 미니/소형/중형/대형/휠 굴삭기와 휠로더를 포함한다. 산업차량은 1 ~ 25톤의 지게차 라인업과 스키드로더가 해당된다. 부품은 유지보수 관련으로 마진이 높다.

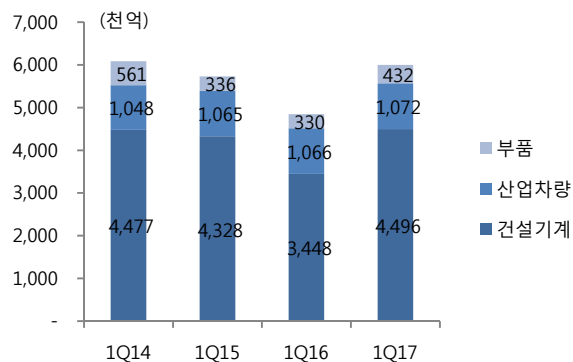
작년 기준 매출비중으로 보면 중대형굴삭기 51%, 미니굴삭기 8%, 휠로더 9%, 산업차량 21%, 부품/기타 11%로 중대형굴삭기 비중이 압도적으로 많다. 중대형 굴삭기는 8~120톤으로 주로 광산, 건설 현장에서 굴삭, 파쇄, 적재 등의 역할을 수행한다. 동사는 국내에서 유일하게 120톤 굴삭기를 생산한다. 미니굴삭기는 주로 도심의 주택, 건설 현장에서 사용된다.

〈도표1〉 주요 연혁

2017	현대건설기계(주) 출범
2016	CNHI 미니굴삭기 전략적 제휴
2015	건설장비 글로벌 생산 50 만대 돌파
2012	현대커민스 엔진 유한회사 설립
2011	건설장비 글로벌 생산 35 만대 돌파
2008	건설장비 글로벌 생산 15 만대 돌파
1999	현대중공업(주) 생산, 판매 일원화
1989	현대중장비산업(주)로 법인 독립 및 공장 증축
1986	미국 DRESSER 사 OEM 공급계약
1985	현대중공업(주) 건설장비 개발실 발족

자료: 현대건설기계, 한양증권 리서치센터

〈도표2〉 사업부별 매출 추이



자료: 현대건설기계, 한양증권 리서치센터

〈도표3〉 주력모델인 22톤 굴삭기



자료: 현대건설기계, 한양증권 리서치센터

〈도표4〉 산업차량의 지게차



자료: 현대건설기계, 한양증권 리서치센터

■ 건설장비 신홍시장의 강자

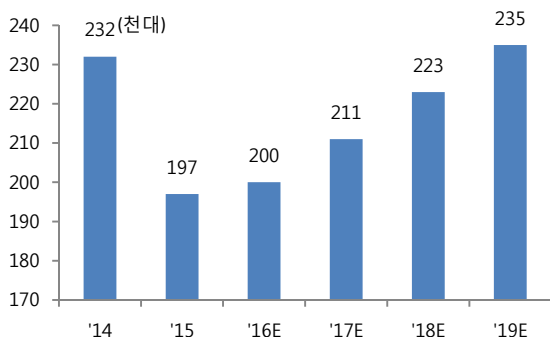
지역별 건설장비 시장 중에서 신홍시장은 연간 20만대 규모로 통상 10만대로 추산하는 중국시장 대비 2배가 크다. 동사는 불안정한 중국시장을 탈피해 신홍시장에서 역량을 쌓아왔다. 안정적인 글로벌 소싱과 현대의 브랜드 파워로 신홍시장의 강자로 자리매김했다.

동사의 작년 지역별 매출비중은 신홍시장 41%, 국내 21%, 유럽 16%, G2 15%, 부품/기타 7%로 나뉜다. 신홍국은 통상 중대형굴삭기의 수요가 많으며 동사는 중대형굴삭기에서 글로벌 TOP 7의 경쟁력을 보유하고 있다.

주요 신홍국에서의 점유율은 러시아 15%, 베트남 26%, 미얀마 32%, 카타르 15%, 인도 16%, 필리핀 13%, 브라질 22% 등으로 안정적인 글로벌 다각화에 성공했다.

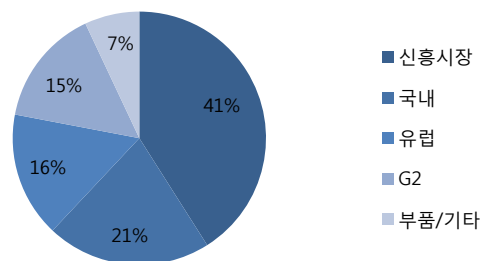
신홍국 건설장비 수요 중 가장 큰 사용처는 광산이며 광산 경기는 원자재가와 연동된다. 2014년 유가급락과 함께 원자재가도 급락했으나 최근 완만한 회복세를 보이고 있다. 최근 원자재가는 작년 초 대비 WTI +4.0%, 석탄 +60.4%, 천연가스 +10.8%, 구리 +20.8%, 금 +19.3% 상승했다. 이와 더불어 몇 년에 걸친 시장 위축으로 이연된 누적수요가 반영되어 시장은 회복 기조를 지속할 것으로 예상된다.

〈도표5〉 신홍시장 건설기계 시장



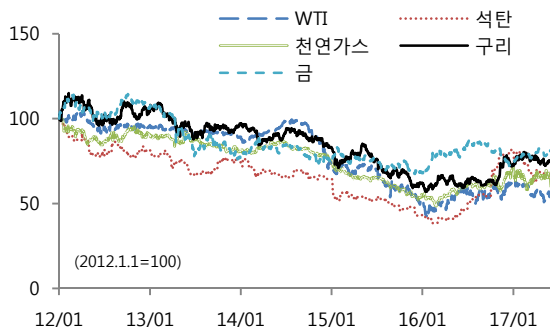
자료: Off-Highway, 현대건설기계, 한양증권 리서치센터

〈도표6〉 2016년 기준 지역별 매출비중



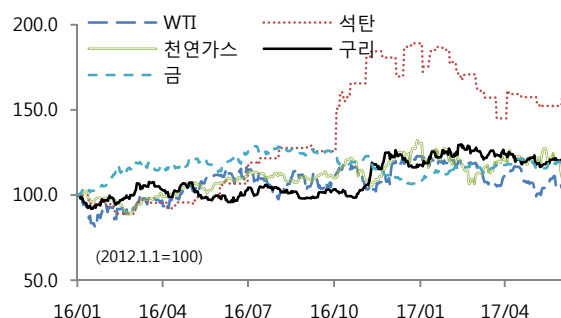
자료: 현대건설기계, 한양증권 리서치센터

〈도표7〉 원자재가 추이 - 2012년 이후



자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

〈도표8〉 원자재가 추이 - 2016년 이후



자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

■ 실적 성장국면 진입

1Q17 별도기준 실적은 매출액 6,000억원(+23.9% yoy) 영업이익 406억원(+15.7% yoy) 영업이익률 6.8%(-0.4%p yoy)로 호실적을 달성했다. 특히 건설장비 부문 매출액은 4,496억원(+30.4% yoy)으로 실적을 견인했다. 국내에서는 대형대리점 중심의 유통망 재편으로 전년비 82% 증가했고 인도, 아프리카, 아시아 등에서 대형장비 수주확대로 확연한 개선세를 보였다.

영업이익에서는 원가절감과 구조조정 효과가 반영되어 전년비 +15.7% 성장했고 이익률에서는 작년 동기 일회성이익이 있었던 것으로 추정된다. 동사의 장기적인 영업이익률 추이는 5~8% 수준으로 예상되며 매출 증가에 따른 고정비 레버리지 효과, 마진이 좋은 대형 굴삭기 비중 증가에 따른 이익률 상승이 반영될 것으로 전망된다.

올해 실적은 매출액 2조 5,750억원, 영업이익 1,769억원 영업이익률 6.9%를 예상한다. 현재 시장 컨센서스(매출액 2.1조원 영업이익 1,532억원)에는 분사전 데이터를 기준으로 추정한 추정치가 상당부분 반영되어 있으며 분사전 데이터는 해외부문 실적 누락분이 있어 현재 기준에서는 정확하지 않다.

시장에 공개된 데이터가 부족해 정확한 추정은 어렵지만 몇 가지 가정은 해볼 수 있다. 먼저 분기실적의 계절성이 상대적으로 크지 않다는 점이다. 중국을 포함한 북반구의 경우 겨울에 땅이 얼어 건설작업이 어렵다. 따라서 신규수요가 하반기보다 상반기에 몰려 계절성을 보인다. 그러나 남반구와 중동의 경우 특별한 계절성이 없고 오히려 동남아의 경우 상반기 우기로 하반기 수요가 더 좋은 경우도 있다. 신흥국 시장에 퍼져 있는 동사의 매출 특성상 계절적 요인이 희석될 것으로 예상된다.

〈도표9〉 실적 추정

(단위: 억원, %)

	'17E	'18E	1Q14	1Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	25,750	27,681	6,086	5,729	4,844			4,099	6,000	6,750	6,550	6,450
yoy		7.5%							23.9%			57.4%
매출원가	21,352	22,865			3,893			3,384	4,984	5,590	5,433	5,345
원가율	82.9%	82.6%			80.4%			82.6%	83.1%	82.8%	82.9%	82.9%
매출총이익	4,398	4,817			951			715	1,016	1,160	1,117	1,105
판관비	2,629	2,879			600			616	610	694	659	666
판관비율	10.2%	10.4%			12.4%			15.0%	10.2%	10.3%	10.1%	10.3%
영업이익	1,769	1,938	243	61	351			99	406	466	459	439
yoy		9.5%		-74.9%	475.4%				15.7%			343.0%
opm	6.9%	7.0%	4.0%	1.1%	7.2%			2.4%	6.8%	6.9%	7.0%	6.8%
이자비용	122	116										
세전이익	1,647	1,822										
법인세	399	441										
법인세율	24.2%	24.2%										
당기순이익	1,248	1,381										

자료: 현대건설기계, 한양증권 리서치센터

매출원가에서는 매출증가에 따른 고정비 레버리지 효과와 마진이 좋은 대형 굴삭기 매출 증가에 따른 원가율 하락이 예상되지만 전산시스템 관련 투자가 지속되고 있어 보수적으로 가정했다.

영업외손익은 중립적으로 보고 이자비용은 순차입금 4,060억원에 3% 금리, 법인세율은 24.2%를 가정했다.

최근 회사측은 올해 매출액 3조원의 가이드를 공시했다. 이는 시장이 좋아지는데 따른 회사 내부 목표치로 자신감의 표현으로 받아들인다. 아직 상장 초기인 만큼 분기 실적 추이가 주가 변동에 큰 영향을 줄 것으로 판단된다.

■ 매수 투자 의견, 목표주가 418,000원으로 커버리지 시작

매수 투자 의견과 목표주가 418,000원으로 커버리지를 시작한다. 목표주가는 올해 추정 EPS 34,833원에 타깃 PER 12배를 적용해 산정했다. 타깃 PER은 글로벌 비교업체의 2019년 평균 PER 13.2배를 10% 할인해 적용했다. 글로벌 건설장비 시장이 회복 국면을 맞이했지만 실적은 여전히 구조조정 이후 변동기에 있어 올해나 내년 PER을 적용하기에는 무리가 있다. 따라서 실적이 안정될 것으로 추정되는 2019년의 비교치를 적용했다.

〈도표10〉 비교업체 실적, 밸류에이션 테이블

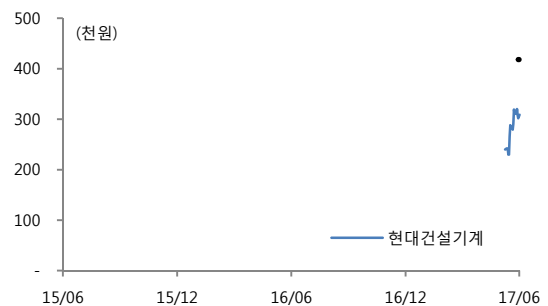
(단위: m\$, %, 배)

		현대건설	캐터필라	두산인프라	고마츠	히다치건설	테렉스
시가총액(m\$)		985	62,244	1,478	23,896	5,233	3,304
매출액 (m\$)	2015A		47,011	5,275	15,464	6,322	5,022
	2016A		38,537	4,941	16,678	6,974	4,443
	2017C	2,298	40,463	5,625	18,815	7,105	4,069
	2018C	2,471	42,330	5,973	20,083	7,509	4,241
	2019C		44,193	6,292	21,612	8,141	4,501
yoy (%)	2016A		(18.0)	(6.3)	7.9	10.3	(11.5)
	2017C		5.0	13.8	12.8	1.9	(8.4)
	2018C	7.5	4.6	6.2	6.7	5.7	4.2
	2019C		4.4	5.3	7.6	8.4	6.1
영업이익 (m\$)	2015A		3,785	(84)	1,739	284	324
	2016A		498	423	1,610	219	(148)
	2017C	157	3,320	508	1,649	404	181
	2018C	172	4,457	551	2,175	495	267
	2019C		5,537	589	2,563	653	336
yoy (%)	2016A		(86.8)	흑전	(7.4)	(23.0)	적전
	2017C		566.7	20.0	2.4	84.9	흑전
	2018C	9.5	34.3	8.5	31.9	22.4	47.3
	2019C		24.2	6.9	17.8	32.1	25.6
영업이익률 (%)	2016A		1.3	8.6	9.7	3.1	(3.3)
	2017C	6.9	8.2	9.0	8.8	5.7	4.5
	2018C	7.0	10.5	9.2	10.8	6.6	6.3
	2019C		12.5	9.4	11.9	8.0	7.5
ROE (%)	2016A		(0.5)	2.2	7.3	2.0	(10.5)
	2017C	19.0	15.1	7.8	7.3	5.3	7.1
	2018C	21.0	19.1	9.0	9.3	7.1	13.4
	2019C		20.3	9.7	10.2	8.7	15.6
PER (배)	2016A		29.0		22.0	67	34.0
	2017C	8.8	25.6	9.7	21.9	26.7	36.7

PBR (배)	2018C	7.9	20.1	8.2	16.3	20.4	20.8
	2019C		16.9	7.0	13.7	14.5	13.5
	2016A		4.0	1.0	2.0	1.0	2.0
	2017C	1.6	4.2	0.8	1.6	1.4	2.2
	2018C	1.5	4.0	0.7	1.5	1.4	2.0
	2019C		3.0	0.6	1.4	1.2	1.8
절대수익률	1M		3.1	(15.8)	(9.2)	(7.4)	(6.3)
	3M		10.0	(14.1)	(3.0)	(0.6)	5.2
	6M		12.1	0.6	0.6	9.1	7.7
	1Y		50.5	28.6	47.6	58.8	56.6
	YTD		15.6	(9.9)	2.5	4.8	4.2

자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터 추정 *이태릭체는 %

TP Trend



Compliance Notice

- 본 자료 발간일 현재 동 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료 발간일 현재 당사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1%이상 보유 등 중대한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 공표 이전에 특정기관에 사전 제공 된 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자:이동원)
- 기업 투자 의견
 - 매수: 향후 6개월간 15% 이상 상승 예상
 - 중립: 향후 6개월간 +15 ~ -15% 내 변동 예상
 - 매도: 향후 6개월간 15% 이상 하락 예상
 - * 당사의 투자 의견은 2004년 10월 1일부터 매수, 중립, 매도의 3단계로 변경되었습니다.
- 산업 투자 의견
 - 비중확대: 향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - 중립: 향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - 비중축소: 향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 투자 의견 비율공시(기준: 2017.3.31)

구분	매수	중립	매도
비율	89%	11%	0%

투자 의견 및 목표가 등 추이

종목명	코드	제시일자	투자 의견	목표가
현대건설기계	267270	2017.06.05	매수(신규)	418,000원

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자는 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

The best for you
www.hygood.co.kr

한양증권 점포현황

본 점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
광진금융센터	(02)2294-2211	서울 광진구 아차산로 355 타워더모스트 광진아크로텔 4층
안산지점	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천지점	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프라자빌딩 1층

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다.
본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.