

현대건설기계 (267270)

기대 이상의 4분기. 더욱 기대되는 2019년

모두가 놀란 2018년 4분기. 중국 및 북미가 실적 견인

현대건설기계가 2018년 4분기 잠정실적을 발표했다. 2018년 4분기 실적은 매출액 6,703억원(YoY, +13.6%), 영업이익 345억원(YoY, +127.1%)을 기록했다. 하나금융투자 추정치(매출액 7,136억원 / 영업이익 236억원) 및 컨센서스(매출액 7,031억원 / 258억원)를 상회한 실적이다. 호실적의 근거는 중국 및 북미 지역에서의 판매 실적 호조와 판가상승에 기인한다는 판단이다. 2018년 4분기 중국과 미국지역 전년 대비 매출성장률은 각각 38%, 40%를 기록했다.

2019년은 인도에 주목하자.

2018년 기준 인도생산법인의 Capa는 연 5,000대 수준이나, 2019년말 기준 10,000대 까지 확대할 계획이다. 증가할 공급 물량은 인도 내수용과 더불어 기타 신흥국 수출용으로 활용할 전망이다. 현재까지 대부분 신흥국향 매출은 국내 공장에서 생산하여 직수출하는 형태였으나, 향후 신규지역 및 모델은 인도에서 생산하여 수출할 것으로 예상된다. 현대건설기계는 인도 내 시장점유율 2위를 기록하고 있으며, 생산능력 확대를 통한 시장점유율을 공격적으로 확대 할 전망이다(18년 인도 M/S : 16.8% → 19년F : 19.2%). 또한 부품 현지 조달 확대를 통한 인도법인의 수익성 향상도 기대한다.

중국지역 성장이 돋보일 것 : 기저효과와 지배구조 개편

2019년 중국향 매출성장이 가장 두드러질 회사로 현대건설기계를 제시한다. 그 근거는 ① 2018년의 낮은 시장 점유율과 ② 현대건설기계의 중국지주회사 지배구조 개편이다. 2018년 현대건설기계 중국시장 M/S는 3.9%로 점유율 상승 가능성이 높다는 판단이다. 현대건설기계는 영업망 확대(18년 206개 → 19년 300개) 및 생산설비 재정비(연간 12,000대)를 완료해 공격적으로 점유율 확대할 계획이다. 2019년 현대건설기계는 현대중공업이 보유한 중국지주회사 지분과 상림이 보유한 강소법인(생산법인) 지분을 일부 매입할 것으로 예상되는 바 지배구조 개편에 따른 중국지역의 이익성장이 가능할 전망이다. 투자 의견 및 목표주가 68,000원을 유지한다.

Update

BUY

TP(12M): 68,000원 | CP(1월 30일): 54,000원

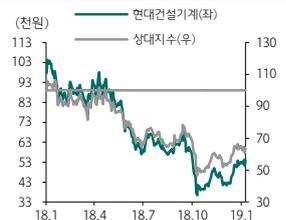
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,206.20
52주 최고/최저(원)	102,372/3 6,332
시가총액(십억원)	1,063.8
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	19,700.8
60일 평균 거래량(천주)	188.2
60일 평균 거래대금(십억원)	10.1
18년 배당금(예상, 원)	850
18년 배당수익률(예상, %)	1.99
외국인지분율(%)	7.15
주요주주 지분율(%)	
현대중공업지주 외 5인	36.16
국민연금	7.79
주가상승률	1M 6M 12M
절대	26.5 (18.5) (47.3)
상대	17.0 (15.3) (38.6)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	3,271.4	3,485.7
영업이익(십억원)	200.9	225.0
순이익(십억원)	123.7	148.2
EPS(원)	4,120	5,133
BPS(원)	65,374	70,676

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	0.0	1,886.7	3,233.9	3,598.2	3,672.4
영업이익	십억원	0.0	95.2	208.6	243.6	256.3
세전이익	십억원	0.0	69.8	176.4	223.3	193.0
순이익	십억원	0.0	46.6	89.9	110.5	92.5
EPS	원	0	3,835	4,563	5,607	4,698
증감률	%	N/A	N/A	19.0	22.9	(16.2)
PER	배	N/A	22.12	9.36	9.63	11.50
PBR	배	N/A	1.41	0.67	0.79	0.75
EV/EBITDA	배	N/A	14.32	5.15	5.43	5.06
ROE	%	0.00	3.98	7.44	8.55	6.74
BPS	원	0	60,106	63,835	68,514	72,187
DPS	원	0	0	850	950	1,050

주1) 현대건설기계는 2017년 4월 1부로 분할 신설 법인

주2) 2017년 실적은 2017년 1분기 실적 미 포함



Analyst 강준구

02-3771-7736

jungukang@hanafn.com

표 1. 현대건설기계 실적 추이 및 전망

(단위 : 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18P	19F
매출액	930.5	922.7	710.4	670.3	927.2	985.0	830.7	855.2	2,531.1	3,233.9	3,598.2
YoY	44.4%	35.1%	15.8%	13.6%	-0.3%	6.8%	16.9%	27.6%	29.6%	27.8%	11.3%
QoQ	57.6%	-0.8%	-23.0%	-5.6%	38.3%	6.2%	-15.7%	3.0%	-	-	-
선진시장	226.7	258.3	237.6	231.0	242.9	283.1	260.4	256.4	846	953.6	1,043.0
YoY	12.7%	11.0%	9.0%	18.9%	7.2%	9.6%	9.6%	11.0%	74.5%	12.7%	9.4%
QoQ	16.7%	13.9%	-8.0%	-2.8%	5.2%	16.5%	-8.0%	-1.5%	-	-	-
국내시장	142.3	126.8	99.4	83.8	129.5	112.9	103.4	88.3	580	452.3	434.0
YoY	-13.7%	-27.5%	-27.3%	-10.0%	-9.0%	-11.0%	4.0%	5.4%	27.5%	-22.0%	-4.0%
QoQ	37.4%	-10.9%	-21.6%	-15.7%	54.5%	-12.9%	-8.4%	-14.6%	-	-	-
신흥시장	575.4	556.1	384.2	374.0	569.8	604.0	481.9	525.5	1,454	1,889.7	2,181.2
YoY	53.0%	51.4%	16.8%	-2.1%	-1.0%	8.6%	25.4%	40.5%	33.0%	29.9%	15.4%
QoQ	50.7%	-3.4%	-30.9%	-2.7%	52.4%	6.0%	-20.2%	9.0%	-	-	-
연결매출 제거	(13.9)	(18.5)	(10.8)	(18.5)	(15.0)	(15.0)	(15.0)	(15.0)	-349.5	-61.7	-60.0
YoY	-85.7%	-79.9%	-84.7%	-79.3%	7.6%	-18.8%	38.9%	-18.9%	334.1%	-82.3%	-2.8%
QoQ	-84.4%	32.6%	-41.6%	71.3%	-18.9%	0.0%	0.0%	0.0%	-	-	-
영업이익	61.8	75.1	37.2	34.5	63.9	77.8	59.1	42.8	137.8	208.6	243.6
영업이익률	6.6%	8.1%	5.2%	5.2%	6.9%	7.9%	7.1%	5.0%	5.4%	6.5%	6.8%
순이익	30.5	33.4	6.6	19.4	37.3	34.1	23.8	15.9	71.9	89.9	94.9
순이익률	3.3%	3.6%	0.9%	2.9%	4.0%	3.5%	2.9%	1.9%	2.8%	2.8%	2.6%

주) 선진시장 : 북미/유럽/CNHi, 신흥시장 : 인도/중국/러시아/CIS/터키/중남미/대양주/아시아/중동/아프리카

주) 현대건설기계는 2017년 4월 1부로 분할 신설 법인

주) 2017년 1분기 실적은 투자판단을 위해 현대중공업 건설장비사업부 실적 반영

자료: 현대건설기계, 하나금융투자

주가 반등을 위해선
중국지주회사 지배구조 개편은 필수

- 지배주주순이익 비중 확대 방안
- ① 현대중공업이 보유한 중국지주회사 지분 40% 확보
 - ② 중국로컬 기업 '상림'이 보유한 강소법인(생산)지분 40% 인수

지배구조 개편을 통한
중국지역에서의 순이익 기여도
상승 가능성 높음.

현대건설기계 주가 반등을 위해선
중국지주회사 지배구조 개편은 필수.

현 상황에서 핵심법인인
강소법인(생산)의 실질 지분율은
약 36%.

2019년이 기대되는 현대건설기계 : ① 중국 지배구조 개선

현대건설기계 주가에 악영향을 미친 요소는 '중국지주회사' 지배구조이다. 현대건설기계 주가가 반등하기 위해서는 중국지주회사 지배구조가 개편되어야 한다는 판단이다.

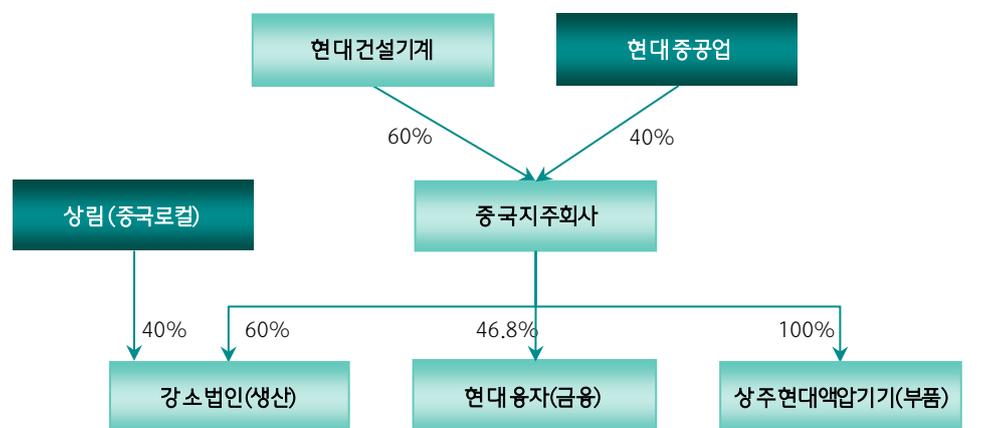
2017년 12월 현대건설기계는 현대중공업 분할 시 미인수한 인도와 중국법인 지분을 인수했다. 현대건설기계는 국내에서 부품을 생산하여 CKD 형태로 인도와 중국 생산법인에 인도 한 뒤 현장에서 완성품을 만들어 제품을 판매한다. 아쉬운 점은 중국 지주회사의 지분율이다. 현대건설기계는 중국 지주회사(중국 생산법인 및 용자회사 보유) 지분 60%를 편입하였으며, 이에 따라 2018년 1분기부터 당기순이익과 지배주주순이익의 차이가 발생하였다.

지배주주순이익 비중을 확대하기 위해서는 ① 현대중공업이 보유한 중국지주회사 지분 40%를 확보하는 방안과 ② 중국 로컬기업인 '상림'이 보유한 강소법인(생산법인) 지분 40%를 인수하는 것이다. 현대건설기계는 지배주주순이익 비중을 확대하기 위해 중장기적으로 현대중공업이 보유한 지분을 단계적으로 확보할 것으로 예상된다. 강소법인 지분 40%의 가치는 2017년 12월 지분 60%를 인수했을 때 가치(지주회사 지분 60% 2,216억원에 인수)를 참고할 경우 약 1,400억원 수준으로 추정한다.

중국 로컬기업 '상림'이 보유한 강소법인 지분 40%의 일부 확보도 가능할 것으로 예상된다. 최근 중국 정부는 외국인 투자자에 대한 개방을 확대하고 있는 추세이다. 그에 대한 일례로 독일 자동차 기업 BMW는 중국합작회사 지분을 50%에서 75% 확대하는 등의 모습을 나타내고 있다. 현대건설기계도 '상림'이 보유하고 있는 강소법인의 지분 인수를 논의 중인 것으로 파악된다.

중국시장에서 현대건설기계가 경쟁사 대비 부각되는 점은 중국 지주회사의 지배구조 개선에 따른 이익성장이다. 2019년 현대건설기계는 현대중공업이 보유한 중국지주회사 지분과 상림이 보유한 강소법인(생산법인) 지분을 일부 매입할 것으로 예상되는 바 지배구조 개편에 따른 중국지역의 이익성장 가능성이 가능할 전망이다.

그림 1. 현대건설기계 중국지주회사 지배구조



자료: 현대건설기계, 하나금융투자

2019년이 기대되는 현대건설기계 : ② 신흥국 환율 안정화

신흥국 로컬통화 가치 하락에 따른 일시적 시장 축소. 향후 통화가치 회복 시 이연된 수요 발생할 것

인도법인 생산 Capa : 현재 5,000대→19년말 10,000대 확대

인도생산 → 신흥국 수출로 환율 리스크 최소화 할 것으로 예상

신흥국 통화가치 하락에 따른 환평가 비용 발생가능성은 제한적

현대건설기계는 신흥국 매출비중이 높은 회사이다. 2018년 3분기 높은 신흥국 노출도가 실적에 악영향을 나타냈다. 미국 금리인상으로 신흥국 통화 가치가 하락했으며 이는 신흥국의 굴삭기 구매력 하락을 야기했다. 이는 일시적 요인으로 판단하나 비단기적 요소로서 환율 회복 시 이연된 수요가 회복될 것으로 예상된다.

현대건설기계는 신흥국 환율에 대한 리스크를 최소화하기 위해 인도법인 Capa 확대를 진행 중에 있다. 2018년 기준 인도생산법인의 Capa는 연 5,000대 수준이나, 2019년말 기준 1만대까지 확대할 계획이다. 증가할 공급량은 성장하는 인도 내수용과 더불어 기타 신흥국 수출용으로 활용할 전망이다. 현재까지 대부분 신흥국향 매출은 국내 공장에서 생산하여 직수출하는 형태였으나, 향후 신규 수출지역 및 신규 모델은 인도에서 생산하여 수출할 것으로 예상된다. 인도에서 생산 시 신흥국 통화 가치 하락에 따른 영향을 최소화 할 수 있을 것으로 판단되며, 생산단가 절감을 통한 가격경쟁력 또한 확보할 수 있을 것으로 예상된다.

현대건설기계는 주요 결제 화폐는 '달러', '위안화', '유로'이다. 현대건설기계 결제 밸류체인은

'현대건설기계 ↔ (달러/위안화/유로) ↔ 달러 ↔ (현지통화) ↔ 최종소비자'

이다. 현대건설기계가 실질적으로 노출되어 있는 통화는 달러/위안화/유로와 같은 상대적으로 통화 가치 변동성이 낮은 화폐다. 급격한 신흥국 화폐의 평가절하가 발생할 경우 신흥 시장의 일시적인 구매력 저하가 나타날 수는 있지만, 신흥국 통화 가치 하락에 따른 환평가 비용이 발생할 가능성은 낮다는 판단이다.

현대건설기계는 신흥국 매출비중이 높다. 중국/선진국/국내 시장을 제외한 기타 신흥국 매출비중은 약 34%이다. 기타 신흥국향 매출 분위기를 파악할 수 있는 주요 Factor로서 신흥국 환율을 제시한다. 최근 신흥국으로의 글로벌 자금 유입, 미국 금리인상 기조 둔화로 인해 신흥국 통화 가치가 회복되고 있어 신흥국 건설기계 시장 업황 회복에 대한 기대치가 높아지고 있다.

추정 재무제표

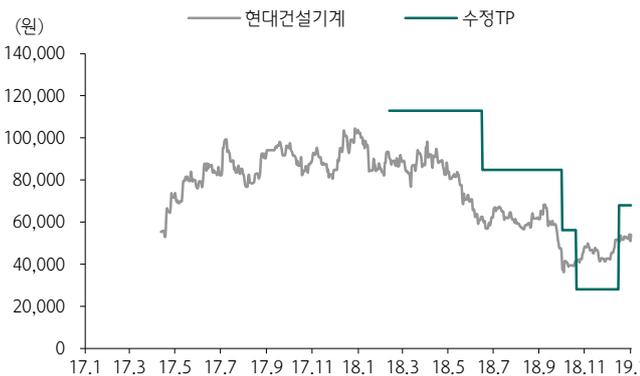
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	0.0	1,886.7	3,233.9	3,598.2	3,672.4
매출원가	0.0	1,537.2	2,674.7	2,961.8	3,018.7
매출총이익	0.0	349.5	559.2	636.4	653.7
판매비	0.0	254.3	350.6	392.8	397.4
영업이익	0.0	95.2	208.6	243.6	256.3
금융손익	0.0	(14.7)	(26.9)	(28.6)	(40.6)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	(10.7)	(5.3)	8.3	(22.7)
세전이익	0.0	69.8	176.4	223.3	193.0
법인세	0.0	23.2	35.3	51.8	49.6
계속사업이익	0.0	46.6	141.1	171.5	143.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.0	46.6	141.1	171.5	143.5
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	51.2	61.0	50.9
지배주주순이익	0.0	46.6	89.9	110.5	92.5
지배주주지분포괄이익	0.0	46.5	141.1	171.5	143.5
NOPAT	0.0	63.6	166.8	187.1	190.5
EBITDA	0.0	133.7	244.9	278.4	290.0
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	N/A	71.4	11.3	2.1
NOPAT증가율	N/A	N/A	162.3	12.2	1.8
EBITDA증가율	N/A	N/A	83.2	13.7	4.2
영업이익증가율	N/A	N/A	119.1	16.8	5.2
(지배주주)순이익증가율	N/A	N/A	92.9	22.9	(16.3)
EPS증가율	N/A	N/A	19.0	22.9	(16.2)
수익성(%)					
매출총이익률	N/A	18.5	17.3	17.7	17.8
EBITDA이익률	N/A	7.1	7.6	7.7	7.9
영업이익률	N/A	5.0	6.5	6.8	7.0
계속사업이익률	N/A	2.5	4.4	4.8	3.9
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	0	3,835	4,563	5,607	4,698
BPS	0	60,106	63,835	68,514	72,187
CFPS	0	11,310	12,163	14,554	13,567
EBITDAPS	0	10,997	12,432	14,132	14,720
SPS	0	155,231	164,150	182,644	186,410
DPS	0	0	850	950	1,050
주가지표(배)					
PER	N/A	22.1	9.4	9.6	11.5
PBR	N/A	1.4	0.7	0.8	0.7
PCFR	N/A	7.5	3.5	3.7	4.0
EV/EBITDA	N/A	14.3	5.2	5.4	5.1
PSR	N/A	0.5	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	0.0	4.0	7.4	8.6	6.7
ROA	0.0	2.1	3.8	4.3	3.4
ROIC	0.0	4.3	10.2	10.1	9.8
부채비율	0.0	90.3	92.2	83.1	74.5
순부채비율	0.0	20.9	28.6	23.1	15.3
이자보상배율(배)	0.0	6.7	7.1	8.2	9.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	0.0	1,553.5	1,810.9	1,968.4	2,052.9
금융자산	0.0	428.7	355.2	349.0	400.1
현금성자산	0.0	426.0	351.7	345.1	396.1
매출채권 등	0.0	423.3	548.2	609.9	622.5
재고자산	0.0	691.2	895.0	995.9	1,016.4
기타유동자산	0.0	10.3	12.5	13.6	13.9
비유동자산	0.0	675.2	678.8	684.0	690.4
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	0.0	539.0	559.7	578.9	596.8
무형자산	0.0	121.6	104.6	90.5	79.0
기타비유동자산	0.0	14.6	14.5	14.6	14.6
자산총계	0.0	2,228.7	2,489.8	2,652.5	2,743.3
유동부채	0.0	785.6	760.6	768.3	745.5
금융부채	0.0	473.1	414.6	385.1	354.7
매입채무 등	0.0	278.6	306.4	340.9	348.0
기타유동부채	0.0	33.9	39.6	42.3	42.8
비유동부채	0.0	272.1	433.5	435.3	425.6
금융부채	0.0	200.7	311.1	299.1	286.6
기타비유동부채	0.0	71.4	122.4	136.2	139.0
부채총계	0.0	1,057.7	1,194.1	1,203.6	1,171.1
지배주주지분	0.0	1,171.7	1,245.2	1,337.3	1,409.7
자본금	0.0	49.4	49.4	49.4	49.4
자본잉여금	0.0	1,024.1	1,024.1	1,024.1	1,024.1
자본조정	0.0	(12.4)	(12.4)	(12.4)	(12.4)
기타포괄이익누계액	0.0	65.6	65.6	65.6	65.6
이익잉여금	0.0	45.0	118.5	210.6	283.0
비지배주주지분	0.0	(0.8)	50.4	111.5	162.4
자본총계	0.0	1,170.9	1,295.6	1,448.8	1,572.1
순금융부채	0.0	245.1	370.5	335.2	241.2
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	0.0	7.5	(66.8)	97.0	171.5
당기순이익	0.0	46.6	141.1	171.5	143.5
조정	0.0	62.9	38.6	38.1	50.9
감가상각비	0.0	38.4	36.3	34.8	33.7
외환거래손익	0.0	4.2	2.3	3.3	17.3
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	20.3	0.0	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	0.0	(102.0)	(246.5)	(112.6)	(22.9)
투자활동 현금흐름	0.0	(104.6)	(43.1)	(43.7)	(57.4)
투자자산감소(증가)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
유형자산감소(증가)	0.0	(25.8)	(40.0)	(40.0)	(40.0)
기타	0.0	(78.8)	(3.1)	(3.7)	(17.4)
재무활동 현금흐름	0.0	225.1	35.5	(59.8)	(63.1)
금융부채증가(감소)	0.0	673.8	51.9	(41.5)	(42.9)
자본증가(감소)	0.0	1,073.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(1,522.2)	0.0	0.0	(0.0)
배당지급	0.0	0.0	(16.4)	(18.3)	(20.2)
현금의 증감	0.0	130.3	(74.4)	(6.5)	51.0
Unlevered CFO	0.0	137.5	239.6	286.7	267.3
Free Cash Flow	0.0	(18.7)	(106.8)	57.0	131.5

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

현대건설기계



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.1.15	BUY	68,000		
18.11.19	BUY	56,000	-18.95%	-7.68%
18.10.31	BUY	56,204	-29.83%	-26.25%
18.7.16	BUY	84,808	-28.53%	-19.53%
18.3.13	BUY	112,911	-27.08%	-13.11%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

• 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.4%	4.7%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 1월 31일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(강준구)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 01월 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(강준구)는 2019년 01월 31일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.