

## 현대건설기계 (267270)

### Buy (Maintain)

목표주가(12M)	60,000 원(상향)
증가(2021/03/15)	48,950 원
상승여력	22.6 %

Stock Indicator	
자본금	99십억원
발행주식수	1,970만주
시가총액	964십억원
외국인지분율	16.3%
52 주 주가	10,900~48,950 원
60 일평균거래량	322,730 주
60 일평균거래대금	125십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	41.3	38.1	77.4	221.0
상대수익률	44.5	27.6	52.7	149.0

#### Price Trend



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	2,852	2,618	2,841	2,974
영업이익(십억원)	158	92	163	170
순이익(십억원)	3	-10	49	52
EPS(원)	164	-494	2,483	2,654
BPS(원)	61,453	61,475	63,571	65,742
PER(배)	184.7		19.7	18.4
PBR(배)	0.5	0.8	0.8	0.7
ROE(%)	0.3	-0.8	4.0	4.1
배당수익률(%)		0.4	0.8	1.0
EV/EBITDA(배)	3.0	6.7	4.4	4.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

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

## 더 빨리 드러날 현대코어모션의 가치

### 4Q20 팬데믹 바닥 지남: 팬데믹 불황의 손상차손이 적자 이끔

동사는 매출이 전기대비 성장했지만, 영업이익 127 억원(85%, -52% | 컨센 185 억원), 지배주주순이익 -238 억원(적자, 적전 | 컨센 64 억원)으로 컨센서스를 하회했다[표 1]. 매출원가에 위해법인 청산비용이 없었다면 환율 하락이 반영된 수준이다. 다만, 팬데믹과 시장 침체로 무형자산(개발비) 손상차손 -250 억원으로 순이익은 부진했다.

### 2021 년 가이던스보다 더 높은 성장 예상으로 상향: 1Q 중국/신흥시장 강세

2020 년 팬데믹으로 매출이 -8.2% 역성장으로 마쳤지만, 올해 동사는 매출 2 조 7,510 억원으로 YoY 5.1% 성장 목표를 제시했다. 그리고, ① 2 월까지 중국 시장 누적 177% 성장하는 가운데 동사 판매는 221%로 아웃퍼폼 중이며, ② 신흥시장 판매도 강세로 돌아서고 있다. 당사는 매출 2 조 8,406 억원으로 가이던스보다 높은 매출을 예상하며, 영업이익과 순이익도 각각 1,630 억원, 490 억원으로 돌아서는 실적 예상치를 제시한다[표 2]. 동사의 (중국 제외) 신흥시장 매출 비중은 2020 년 24%로 신흥시장 회복에 가장 수혜가 크다. 아무튼 1Q21 실적이 사뭇 기대된다.

### 한지붕 두가족 시너지 + 숨겨진 현대코어모션의 가치가 더 빨리 성장

현대중공업지주가 두산인프라코어를 인수해 한지붕 두가족이 된다. 앞서 산업자료에 밝힌 바와 같이 ① 판매, ② 공동 연구개발, ③ 통합 구매에서 시너지를 발휘할 것으로 기대한다. ②, ③의 원가율 개선폭을 당사는 최소 3%p 이상을 예상한다.

이러한 원가 절감 효과에 추가로, 동사에게는 원래 성장할 현대코어모션이 더 빨리 성장하는 것이 가장 중요한 투자포인트가 될 것이다. 2019 년 4 월 물적분할로 A/S 와 양산부품 사업을 독립시킨 현대코어모션은 2020 년 총매출 3,500 억원(양산부품 2,000 억원)으로 마쳤는데, 현대뿐 아니라 향후 인프라코어의 A/S 를 맡고 양산부품 공급도 늘리며 계획보다 두 배 빨리, 크게 성장할 터이다. 앞서 현대중공업지주는 현대글로벌서비스를 1.85 조원 가치로 PRE-IPO 를 마쳤다. 당사는 현대코어모션의 시장가치도 1 조원에 달할 수 있다고 판단하며, 이를 VALUATION 에 포함한다.

### 목표주가 60,000 원으로 상향: 타겟 PER 15 배 + 현대코어모션 50% 할인

동사의 목표주가를 60,000 원으로 상향한다[표 3]. 이는 합병시너지가 발휘될 2024 년의 BPS 에 적정 PBR 0.8 배 수준이며, 2024 년 EPS 에 타겟 PER 16 배를 적용한 수준이다. 목표주가는 ① 2021 년 EPS 에 타겟 PER 15 배로 사업가치 37,000 원에, ② 현대코어모션 미래가치(0.9 조원)를 50% 할인한 주당 23,000 원을 합산 도출했다.

## 4Q20 Review: 중국 강보합 및 인도 턴업으로 영업단 양호했지만 개발비 손상차손으로 순이익단은 저조

표1. 4Q20 중국 위해(풍력) 법인 청산 비용 등으로 영업단 소폭 하회  
무형자산 손상차손으로 순이익 적자전환

현대건설기계(십억원)	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20①	y-y	q-q	컨센서스 2월1일②	당사	차이 ①/②
매출액	574.1	636.3	668.4	624.1	688.7	20%	10%	622.1	652.4	11%
영업이익	6.9	10.7	42.0	26.3	12.7	84.6%	-52%	18.5	16.6	-31%
영업외	-38.5	-7.7	-14.5	-11.0	-49.3	적지	적지	-7.5	-42.1	
세전이익	-31.6	3.0	27.4	15.2	-36.6	적지	적전	11.0	-25.5	-433%
순이익	-18.9	1.2	19.1	5.3	-17.2	적지	적전	12.0	-19.1	-243%
지배주주순이익	-36.7	-0.4	11.6	2.9	-23.8	적지	적전	6.4	-11.5	-472%
영업이익률	1.2%	1.7%	6.3%	4.2%	1.8%	0.6%p	-2.4%p	3.0%	2.5%	-1.1%p
지배순이익률	-6.4%	-0.1%	1.7%	0.5%	-3.5%	2.9%p	-3.9%p	1.0%	-1.8%	-4.5%p
지역별 YoY										
중국	1.6%	-39.3%	45.3%	31.7%	35.0%	→ 강세 지속				
인도	-45.6%	-23.3%	-72.6%	2.4%	92.9%	→ V자 반등				
기타 신흥시장	-32.7%	-24.0%	-74.5%	-18.4%	-11.2%	→ 회복 조짐 감지				
신흥시장	-23.9%	-31.2%	-18.6%	4.1%	24.6%					
국내	14.3%	32.3%	-3.4%	32.8%	55.7%	→ 서프라이즈: K-방역의 결실				
북미	-26.2%	-31.7%	-46.2%	-40.2%	-4.3%	→ 꽤 회복했지만 곧 불확실				
유럽	-1.5%	-6.3%	-20.7%	-18.5%	-12.3%	→ 가장 불확실				
선진시장	-15.1%	-22.3%	-35.5%	-29.3%	-8.5%	→ 드딘 회복과 Covid-19 재확산				
영업단 일회성(십억원)										
상여금					-6.0					
중국법인 청산 및 기타					-6.0					
판촉비				-3.8						
대손충당금		-4.1	3.5							
해외 매출채권 ↑										
보증 수리비	-9.3	-5.7								
긴급자재 수급 등		-11.7								
알려진 손실 요인	-9.3	-21.5	3.5	-3.8	-12.0					
(일회성제거) 영업이익	16.2	32.2	38.5	30.1	24.7					
(일회성제거) OPM	2.8%	5.1%	5.8%	4.8%	3.6%					

자료:리서치본부

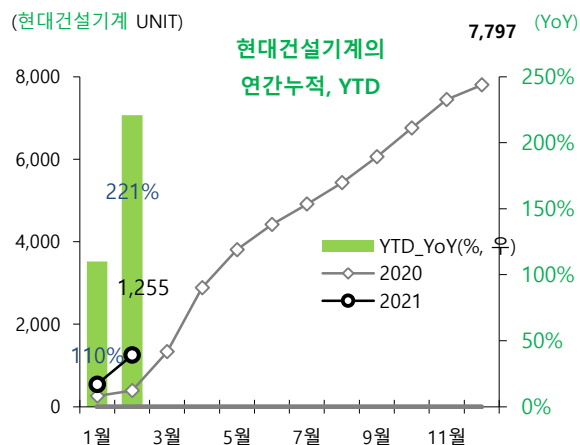
## 실적 2021: 매출 5.1% 성장 목표보다 당사는 더 큰 폭의 성장 기대

표2. 현대건설기계 실적: 3분기 시작된 인도, 신항시장의 개선은 계속되고, 2021년에 매출 성장할 것

현대건설기계	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2019	2020	2021	2022
가이드라인									3,629	2,999.5	2,751	
									12.2%	5.2%	5.1%	
매출액	636	668	624	689	858	680	627	677	2,852	2,618	2,840.6	2,974
YoY	-20%	-20%	-2%	20%	35%	2%	0%	-2%	-12%	-8.2%	8.5%	4.7%
QoQ	11%	5%	-7%	10%	25%	-21%	-8%	8%				
지역별 YoY												
중국	-39%	45%	32%	35%	104%	-1%	-13%	-19%	-7%	13%	11%	3%
인도	-23%	-73%	2%	93%	80%	40%	20%	10%	-28%	-11%	35%	18%
기타 신항시장	-24%	-74%	-18%	-11%	15%	8%	8%	8%	-29%	-34%	10%	5%
신항시장	-31%	-19%	4%	25%	64%	2%	-1%	-5%	-20.5%	-9.5%	14.4%	6.3%
국내	32%	-3%	33%	56%	2%	2%	2%	2%	0.6%	25.7%	1.5%	3.0%
선진시장	-22%	-36%	-29%	-8%	0%	0%	2%	2%	-3.4%	-24.9%	1.0%	2.0%
영업이익	10.7	42.0	26.3	12.7	62.7	43.5	33.2	23.4	158	92	163	170
금융/기타영업외	-8	-15	-11	-49	-16	-16	-16	-15	-88	-83	-62	-61
세전사업이익	3	27	15	-37	47	28	18	8	70	9	100	108
지배주주순이익	-0.4	12	3	-24	23.8	14	8	3	3	-10	49	52
영업이익률	1.7%	6.3%	4.2%	1.8%	7.3%	6.4%	5.3%	3.5%	5.5%	3.5%	5.7%	5.7%
지배주주순이익률	-0.1%	1.7%	0.5%	-3.5%	2.8%	2.0%	1.2%	0.5%	0.1%	-0.4%	1.7%	1.8%
일회성												
알려진 일회성	-21.5	3.5	-3.8	-12					-30	-34	-5	0
		환입 ↑	↑ 판촉비									
				↑ 상여금, 중국(풍력)법인 청산비용								
일회성 제거 OP	32	38	30	25	63	44	33	23	187	125	168	170
일회성 제거 OPM	5.1%	5.8%	4.8%	3.6%	7.3%	6.4%	5.3%	3.5%	6.6%	4.8%	5.9%	5.7%

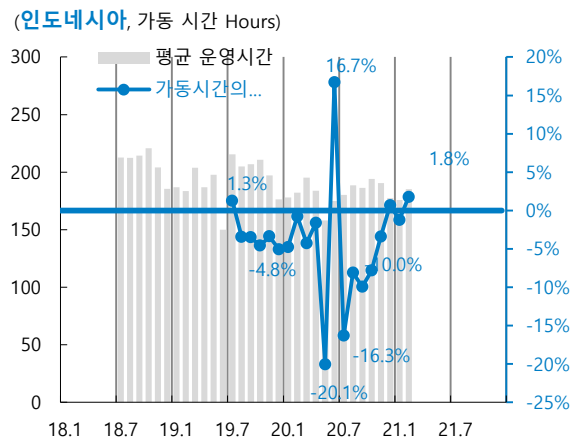
자료:리서치본부

표3. 현대건설기계 중국시장에서 2월까지 1,255대로 YoY 221%로 시장의 177%를 아웃퍼폼



자료:리서치본부

표4. 신항시장 굴삭기 가동시간 플러스 반전: 신항시장 판매호조 보도자료들



자료:리서치본부

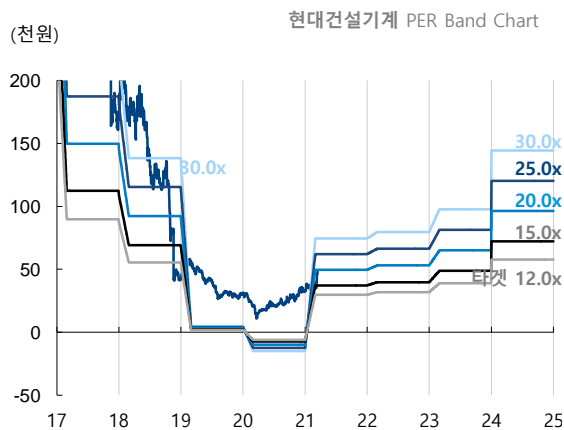
## VALUATION: 목표주가 60,000 원으로 상향

표5. 현대건설기계 목표주가 60,000 원으로 상향: 1) 현대코어모션 예상 가치 50%할인을 더함, 2) 시너지효과 발휘되는 2024년 x 타겟 PER 12 배, 3) 2024년 타겟 PBR 0.85 배

현대건설기계	2018년	2019년	2020년	2021년	2024년	계정	2019년	2020년	2021년	2024년
매출액	3,234	2,852	2,618	2,841	3,185	주식수(백만주)	20	20	20	20
영업이익	209	158	92	163	257	EPS	164	-494	2,483	4,810
지배주주순이익	90	3	-10	49	95	BPS	61,453	61,475	63,571	72,833
EPS	4,565	164	-494	2,483	4,810	PBR(고)	0.92	0.66	0.64	0.00
YoY	-37%	-96%	-401%	-603%		PBR	0.63	0.39	0.58	0.70
타겟 PER	15	15	12	15	12	PBR(저)	0.42	0.17	0.51	0.00
						ROE	0.3%	-0.8%	4.0%	6.8%
적정가치(원)	68,477	2,457	-5,923	37,238	57,720	적용ROE	0.3%	1.6%	4.0%	6.8%
Weight				100%	0%	나 당해=0Y	+0Y	+0~1Y	+0Y	+0Y
㉠적정가: 사업가치(원)				37,238		COE(고)	0.3%	2.4%	6.2%	
㉡현대코어모션 0.9조원				45,683		COE(평)	0.4%	4.1%	6.9%	
더블카운팅 할인율				50%		적용ROE = FWD +0Y	0.3%	1.6%	4.0%	6.8%
㉢적정가: 현대코어모션(원)				22,842		적용COE			6.0%	8.0%
㉠+㉢				60,079		적정 PBR			0.7	0.9
목표주가				60,000		적정주가			44,000	62,000
증가(3.15)				48,950		목표주가 점검			60,000	
상승여력				22.6%		목표 시가총액(십억원)			1,182.0	
						현 시가총액(십억원)			964.4	

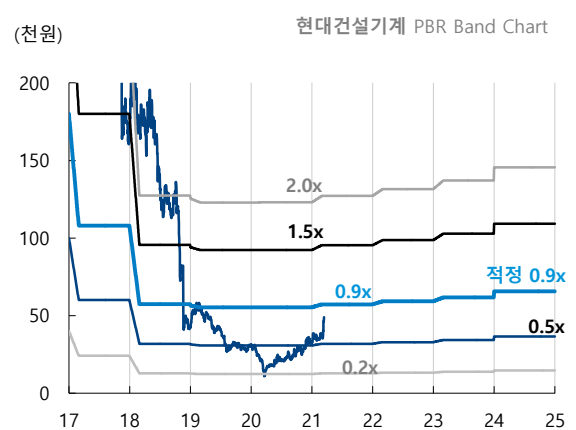
자료:리서치본부

표6. 현대건설기계 PBR 밴드: 타겟 PER 15 배 + 현대코어모션 가치 또는 2024년 시너지효과에서 적정 PER 12 배



자료:리서치본부

표7. 현대건설기계 PBR 밴드: 2021년 BPS에서 0.95 배, 2024년에서 0.85 배 적용한 셈



자료:리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

### 재무상태표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,152	2,210	2,226	2,332
현금 및 현금성자산	223	217	155	181
단기금융자산	602	608	614	621
매출채권	454	493	491	519
재고자산	857	863	937	981
비유동자산	1,037	979	972	967
유형자산	669	670	677	684
무형자산	185	151	125	107
자산총계	3,188	3,189	3,198	3,299
유동부채	1,053	1,060	1,015	1,043
매입채무	162	235	229	245
단기차입금	415	353	300	300
유동성장기부채	66	66	66	66
비유동부채	558	534	522	525
사채	269	269	269	269
장기차입금	190	171	154	154
부채총계	1,611	1,594	1,537	1,568
지배주주지분	1,211	1,211	1,252	1,295
자본금	99	99	99	99
자본잉여금	775	775	775	775
이익잉여금	307	293	335	377
기타자본항목	31	45	45	45
비지배주주지분	366	385	409	436
자본총계	1,577	1,596	1,661	1,731

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	155	131	129	147
당기순이익	51	8	73	79
유형자산감가상각비	49	23	33	33
무형자산상각비	27	34	25	19
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-363	74	58	58
유형자산의 처분(취득)	-85	-24	-40	-40
무형자산의 처분(취득)	-64	-	-	-
금융상품의 증감	-	0	0	0
재무활동 현금흐름	108	59	66	132
단기금융부채의증감	-	-62	-53	-
장기금융부채의증감	-	-19	-17	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-100	-6	-62	26
기초현금및현금성자산	322	223	217	155
기말현금및현금성자산	223	217	155	181

### 포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,852	2,618	2,841	2,974
증가율(%)	-11.8	-8.2	8.5	4.7
매출원가	2,308	2,174	2,296	2,405
매출총이익	545	443	544	569
판매비와관리비	387	351	381	399
연구개발비	39	36	39	41
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	158	92	163	170
증가율(%)	-24.4	-42.0	77.8	4.2
영업이익률(%)	5.5	3.5	5.7	5.7
이자수익	18	14	9	9
이자비용	39	37	28	27
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-76	-12	-36	-36
세전계속사업이익	70	9	100	108
법인세비용	20	1	27	29
세전계속이익률(%)	2.5	0.3	3.5	3.6
당기순이익	51	8	73	79
순이익률(%)	1.8	0.3	2.6	2.7
지배주주귀속 순이익	3	-10	49	52
기타포괄이익	9	14	14	14
총포괄이익	60	22	87	93
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

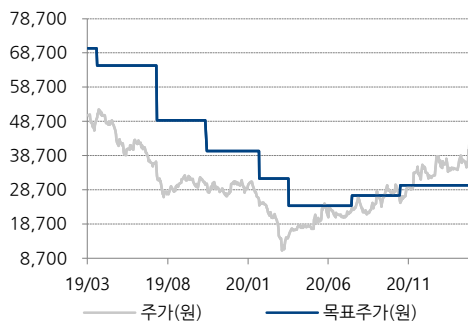
### 주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	164	-494	2,483	2,654
BPS	61,453	61,475	63,571	65,742
CFPS	4,002	2,420	5,440	5,289
DPS	-	200	400	500
Valuation(배)				
PER	184.7		19.7	18.4
PBR	0.5	0.8	0.8	0.7
PCR	7.6	20.2	9.0	9.3
EV/EBITDA	3.0	6.7	4.4	4.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	0.3	-0.8	4.0	4.1
EBITDA 이익률	8.2	5.7	7.8	7.5
부채비율	102.1	99.9	92.5	90.6
순부채비율	7.3	2.1	1.2	-0.8
매출채권회전율(x)	5.7	5.5	5.8	5.9
재고자산회전율(x)	3.0	3.0	3.2	3.1

자료 : 현대건설기계, 하이투자증권 리서치본부

현대건설기계

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-04-02	Buy	65,000	1년	-33.8%	-19.7%
2019-07-25	Buy	49,000	1년	-38.2%	-32.9%
2019-10-28	Buy	40,000	1년	-27.3%	-21.3%
2020-02-05	Buy	32,000	1년	-39.6%	-21.4%
2020-04-01	Buy	24,000	1년	-18.0%	2.7%
2020-07-01	Hold	24,000	1년	-10.7%	-5.0%
2020-07-30	Buy	27,000	1년	-5.8%	11.9%
2020-10-30	Buy	30,000	1년	14.1%	57.8%
2021-03-15	Buy	60,000	1년		

## 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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 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 간섭 없이 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 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

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

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

## 하이투자증권 투자비용 등급 공시 2020-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	91.9%	8.1%	-