

COMPANY ANALYSIS

BUY

Stock Price

목표주가	81,000원
현재주가	55,200원
상승여력	46.7%

Stock Information

시가총액	10,875억원
발행 주식수	1,970만주
유동주식비율	51.3%
52주 최고가	93,000원
52주 최저가	44,100원
외국인 지분율	18.28%
KOSPI	2652.3
KOSDAQ	863.4

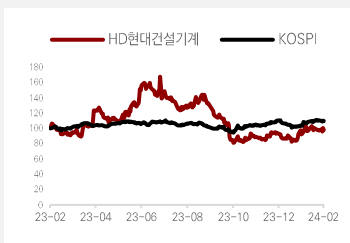
Valuation Wide

Multiple	2023E	2024E	2025E
P/B	0.5	0.6	0.5
MKT P/B	0.8	0.7	0.7
P/E	4.8	6.8	4.2
MKT P/E	4.9	6.0	5.4

Share Performance

주가상승률	1M	6M	12M
절대주가(원)	+15.5	-21.3	-3.2
상대주가(원)	-40.3	+17.8	-25.5

Price Trend



KUVIC Research Team N

메일	kuvic_korea@naver.com
팀장	40기 Senior 이정민
팀원	40기 Senior 박현규
	40기 Senior 윤소영

Who We Are



HD현대건설기계 (267270)

HD현대건설기계 가치를 알아볼 시간

Key Point

인도에서의 인프라 구축, 중남미 시장의 광물 자원 공급 증가 추세, 브라질의 경기 회복 등이 이루어지는 점에서 신흥국 시장에서의 건설기계 수요는 기대할 만하다.

중국에서의 매출 비중이 21년도 22%에서 23년도 3분기 기준 4%로 급감했음에도 불구하고, 전체 매출은 증가 추세이다. 북미에서의 수요도 견조한데, MEX 7개 모델이 출시되며 매출이 24% 증가하였고 올해 3개가 추가될 예정이다. 이는 HD현대건설기계의 지역 포트폴리오, 제품 포트폴리오 다각화와 신제품 라인업 출시를 통해 시장에서 점유율을 확대하겠다는 동사의 의지가 분명하여, 앞으로의 실적은 충분히 기대해도 좋다.

26일 '밸류업 프로그램'에 대해 올해 이미 당기순이익의 39.5% 규모의 현금배당 및 자사주 소각을 하였다. 적극적인 주주가치제고 의지를 보인 것이다. 그럼에도 FCF가 470억원이 남은 상황은 프로그램 수혜 가능성과 저 PBR을 탈피하여 진정한 HD현대건설기계의 '가치'를 알 수 있다.

2024F 매출액 4,048억, 영업이익 260억 전망

Ex) 23년, 24년 동사의 매출액은 각각 3,826억원(YoY +8.8%), 4,048억원(YoY +5.8%)으로 전망하며, 영업이익은 각각 260억원(YoY +6.4%), 391억원(YoY +8.6%)으로 전망한다.

이러한 실적은 인도에서의 인프라 작업, 중남미 시장의 광물 자원 공급 확대 등을 통한 신흥국 시장에서의 건설 기계 수요 확대, 포트폴리오 다각화를 통한 미국에서의 견조한 수요와 중남미 시장의 회복 기대감에 기인한다.

투자의견 'Buy', 목표주가 '81,000원'

현재 PBR은 0.62배로 Historical하게 봤을 때도 밴드 하단에 위치, Peer Group과 비교해도 낮은 PBR을 가지고 있다. 1) 인프라 투자, 광물 자원 공급에 따른 건설기계 수요 확대, 2) 포트폴리오 다각화를 통한 미국, 중남미 시장에서의 수요 기대감으로 충분히 실적 개선의 여지가 있고, 3) 주주가치 제고를 위해 127억원의 현금배당과, 303억원의 자사주 소각을 하고, 남은 FCF가 최소 470억원이라는 점에서 충분히 '밸류업'할 수 있다. 지금이 매수 적기로 판단되며 Peer Group의 평균 PBR인 1.19배를 적용하여 목표주가 81,000원으로 매수 의견을 제시한다.

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	3,284	3,516	3,826	4,048	4,502
YoY (%)	37.4%	7.0%	8.8%	5.8%	11.2%
영업이익 (십억원)	161	171	211	260	382
YoY (%)	흑자전환	6.2%	23.7%	23.3%	46.6%
영업이익률 (%)	4.9%	4.9%	5.5%	6.4%	8.5%
당기순이익 (십억원)	110	99	114	148	231
BPS (원)	69,619	80,387	89,381	95,024	104,329
P/B (배)	0.6	0.8	0.5	0.6	0.5
EPS (원)	5,759	5,661	8,153	8,061	12,991
P/E (배)	7.0	11.0	4.8	6.8	4.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 당기순이익

자료: KUVIC 리서치 팀

CONTENTS

I. 산업분석	3
Intro: 항상 주변에 있지만 항상 주변에 없는 것	3
건설 기계의 전방에 있는 ‘더블 볼란치’, 건설과 채광	3
안타까운 국내 건설 수주	4
우리도 이제 약하지 않다! 신흥국 시장에 주목하자	5
중국, 이대로 무너지나?	6
이제는 인프라 1위로,미국	7
유럽은 회복중	8
II. 기업분석	9
기업 개요 및 사업부 분석	9
실적 분석	10
판매 전략: 유럽, 중남미, 아프리카, 중동 let's go	11
주가 추이 분석	12
III. 밸류업 정책& 저PBR	13
저평가된 한국주식	13
과거 일본의 밸류업 프로그램	13
준비된 자만 value up	14
현대건설기계의 진정한 Value	14
IV. 투자 Point	15
신흥국 시장의 반란	15
북미향 시장은 든든한 국밥	16
기업은 무료로 맞춰 드립니다! 제품 포트폴리오 다각화	16
V. 투자 Risk	18
중국 공장 Crush, 중국 나빠 (NAPPA)	18
거역할 수 없는 너의 매력은, 매크로	18
VI. Valuation	19
매출 추정 논리	19
비용 추정 논리	24
Valuation Method	27

I. 산업분석

Intro: 항상 주변에 있지만 항상 주변에 없는 것

직장인 A 씨의 하루 일과를 살펴보자. A 씨는 아침 출근을 위해 자신이 살고 있는 주택에서 나온다. 지하철을 타고 한강대교를 통해서 난 긴 철로를 통과하여 직장에 도착한다. 퇴근 이후 직장 동료와 근처 술집에서 회포를 풀고, 지하철을 타고 집으로 돌아와 잠을 청한다.

주택, 지하철이 다니는 철로, 한강에 설치된 교량, 직장 건물, 술집. 평범한 직장인의 삶에 없어서는 안 될 요소들이다. 이것들이 건설되는 데에는 건설 기계가 사용된다.

일상생활에 무엇보다도 필요한 것들을 만드는 데에 ‘건설 기계’가 필요하다. 현대 인프라를 위해 가장 핵심적인 요소인 것이다. 이에 더해 **최근 세계 각국에서 인프라 투자가 떠오르고 있기에, 건설 기계 산업이 수혜를 입을 것으로 예상된다.** 우리가 바로 지금 건설 기계에 집중해야 하는 이유이다.

건설 기계의 전방에 있는 ‘더블 볼란치’, 건설과 채광

1. 건설 산업

건설기계의 수요는 크게 건설과 채광의 영향

건설기계의 수요로 먼저 건설 지출이 있다. 건설은 주거용과 비주거용으로 나뉜다. **주거용은 민간의 비중이 높으며 주택 착공 물량에 영향을 받는다.** 모기지 금리가 낮아야 완공된 주택이 많이 소비되므로 매크로 경제가 중요해진다. **비주거용은 주거시설을 제외한 상업용 부동산, 제조업 공장, 사회간접자본 등을 의미하며, 정부의 투자 비중이 높다.** 때문에 인프라가 부족한 신흥국일수록 비주거용 건설 지출 규모가 크다.

표 1. 미국 2022년 건설 지출 구성

총건설지출(1.8조 달러)	분야	규모	비고
주거용 건설 지출(0.9조 달러)			
비주거용 건설 지출(0.9조 달러)	상업	0.12조 달러	서비스 산업 관련 건물과 구조물
	제조	0.11조 달러	제조 현장 관련 건물과 구조물
	도로	0.11조 달러	도로 관련 인프라
	전력	0.11조 달러	전력망 관련 인프라
	기타	0.45조 달러	사회 인프라 등
			상업용 주차장, 슈퍼마켓, 백화점 등
			식음료, 담배, 의류, 화학, 컴퓨터, 전자기기 등
			고속도로, 도로, 배수로, 인도, 교량 등
			화력발전소, 신재생발전소, 변전소 등
			사무실, 학교, 종교시설, 철도, 터미널 등

자료: U.S. Census Bureau, KUVIC 리서치 1팀

일반적으로 소형 건설기계 수요는 주거용 건설 지출과 높은 상관관계를 보이며, 중대형 건설기계 수요는 비주거용 건설 지출과 높은 상관관계를 가진다는 특징이 있다.

2. 채광 산업

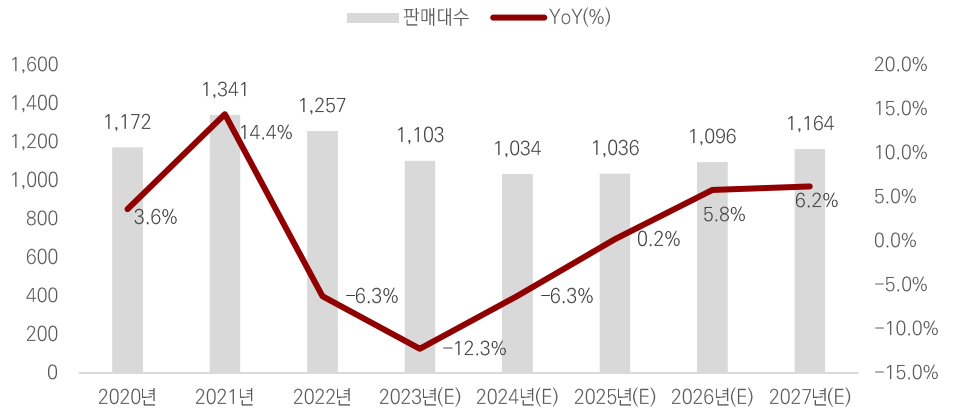
건설기계의 수요는 채광 수요의 영향도 받는다. 대규모 작업 환경으로 판매단가가 높은 대형 건설기계가 필요하므로, **채굴 수요 확대는 건설기계의 Mix 개선에도 긍정적이다.** 최근 글로벌 팬데믹과 전쟁 여파로 주요 생산국의 공급에 차질이 생기자 **원자재 가격이 상승**하였고, 철광석, 구리 등 **광물의 수요가 공급을 상회**하였다. 결과적으로 자원보유국을 중심으로 원자재 생산량이 증가하였으며, 대형 건설기계 수요도 같이 증가하게 되었다.

또한 전기차 시장의 성장에 따라 배터리에 쓰이는 주요 광물의 수요가 증가하였고, **채굴向 건설 기계의 수요는 전기차 시장의 성장에 힘입어 견조한 흐름을 보일 것으로 예상된다.**

2021년은 건설기계 판매 대수 역대 최대

글로벌 건설기계 판매량은 팬데믹 이후 2021년 세계 각국의 대규모 경기 부양책 및 높은 원자재 가격으로 전년 대비 14% 성장하여 역대 최대 규모를 기록하였다. 이후 기저 효과에 의해 소폭 하락하지만, 절대적인 규모는 양호한 수준으로 유지될 것으로 전망된다.

그림 1. 글로벌 건설기계 시장 추이 및 전망(단위: 천 대)



자료: Off-Highway Research, HD현대건설기계, KUVIC 리서치 1팀

안타까운 국내 건설 수주

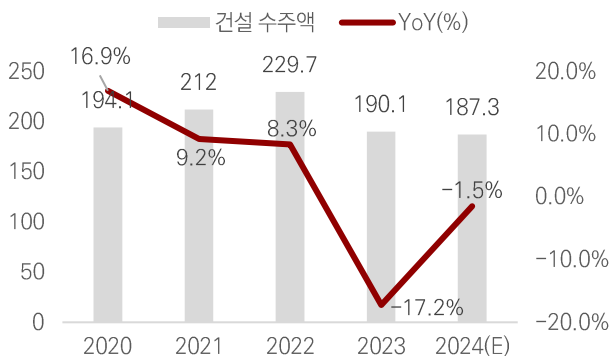
고금리, 고분양가, 고유가, PF 부실로 인한 다소 암울한 건설 산업의 내수 전망

글로벌 팬데믹 이후 2021년, 경기회복을 위해 정부 차원에서의 재정 집행 증가와 주택공급 확대에 **건설 수주액이 유효하게 증가하였다.**

하지만 2023년 국내 건설수주는 최근 3년간의 상승 기조를 이어가지 못하였다. 그동안의 공격적인 투자에 따른 **정부의 사회간접자본(SOC) 예산 감소, 기준금리 상승** 등이 건설 수주에 부정적인 영향을 주면서, 2022년 대비 15% 이상의 수주액 하락세가 있었다.

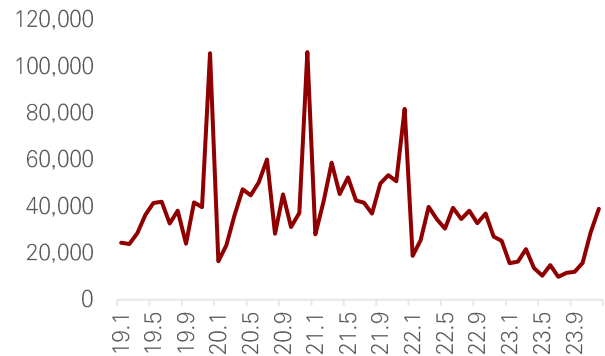
2024년 또한 고금리, 고분양가, 고유가의 영향과 더불어 PF부실 문제가 터지면서, 경기가 회복세에 접어들지 못할 것이라는 전망이 나오고 있다. 당분간 국내 건설업의 매출액이 비주거부문과 해외 수주에 달려 있을 것으로 예상됨에 따라, **건설 산업의 내수 전망도 다소 암울한 실정이다.**

그림 2. 국내 건설 수주액 추이(단위: 조 원)



자료: 대한건설협회, KUVIC 리서치 1팀

그림 3. 국내 주택건설 착공 실적(단위: 호)



자료: 국가통계포털 KOSIS, KUVIC 리서치 1팀

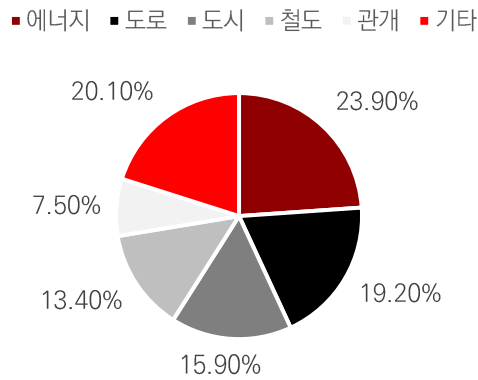
우리도 이제 약하지 않다! 신흥국 시장에 주목하자

신흥국의 건설기계 수요는 보통 원자재 채광을 위한 자원 보유국의 수요인 경우가 많다. 유연탄은 인도, 인도네시아, 호주 등의 국가에서 많이 생산되며, 구리는 칠레, 페루, 콩고, 멕시코와 같은 국가에서 생산된다.

인도의 NIP와 Gati Shakti, 아르헨티나의 리튬 염호광산 사우디아라비아의 네옴시티 신흥국 시장에 주목할 요인

인도의 기존 건설 시장은 비주거 위주의 시장이었다. 2014년 모디 총리의 취임 이후 인구 수 증가와 선진국화 과정을 진행 중이며, 주거시설 건설에 대한 수요 또한 크게 발생하고 있다. 지난 10년간 인프라 투자를 기반으로 인도의 경제 성장률은 연평균 6.5%를 달성하였으며, 이 가운데 1)NIP(스마트 시티, 도시화, 교통 구축 등을 목표로 함)과 2)Gati Shakti(경제 인프라를 연결) 프로젝트를 추진 중이다. 특히 Gati Shakti 프로젝트에서는 도로, 철도, 항공, 대중교통, 해운, 물류 등 분야에 2025년까지 약 1.3조 달러를 투자할 계획이라고 밝혔는데, 이를 먹거리로 삼을 수 있는 업종에 대한 전망은 중장기적으로 좋다고 할 수 있을 것이다.

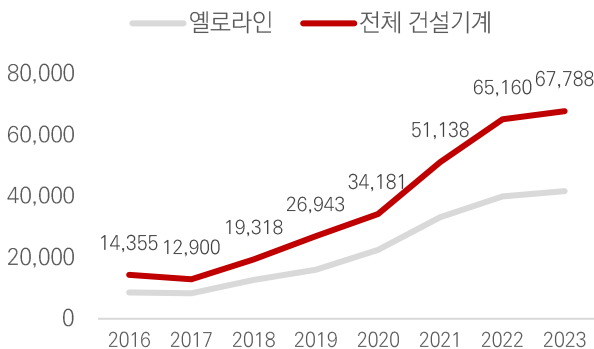
그림 4. 인도 NIP 섹터 별 예상 비중



자료: HD현대건설기계, KUVIC 리서치 1팀

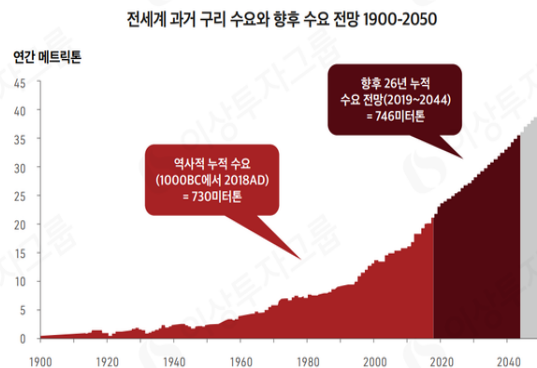
인도 외에도 중동, 브라질과 같은 신흥국 시장에서의 기회 또한 열려 있다. 브라질 내 광물 자원 수요 증가의 여파로 건설기계 판매 그래프가 꾸준히 우상향하는 추세이다. 중동 지역 건설기계 시장 규모 또한 글로벌 팬데믹의 영향으로 2020년 감소한 것을 제외하면 지속적으로 커지고 있다. 러-우 전쟁 이후 글로벌 자원 공급망이 타격을 받아 자원부국이 다수 위치해 있는 중동 지역의 건설기계 수요는 더욱 늘어날 여지가 있다. 아르헨티나의 리튬 염호광산, 사우디아라비아의 네옴시티와 같은 프로젝트 또한 플러스 요인이 될 수 있다.

그림 5. 브라질 건설기계 판매현황



자료: EMERICs 신흥지역정보 종합지식포털, KUVIC 리서치 1팀

그림 6. 국내 주택건설 착공 실적(단위: 호)



자료: 미국 농무부 수석경제학자 사무소

중국, 이대로 무너지나?

아직은 기대하기 어려운 중국

2020년 글로벌 팬데믹은 전 세계를 낭떠러지로 내몰았다. 특히 중국은 공장 가동 중단, 지역 봉쇄 등을 시행하였고, 2020년 1분기 GDP 증가율은 QoQ -6.8%로 역성장을 기록하며, 중국 내 산업 경기가 전반적으로 부진하였다.

중국은 2021년 대형 인프라 투자로 일시적으로 고정자산 투자가 증가하였으나, 2022년恒大그룹 파산 위기와 더불어 팬데믹이 재확산 되었고, 제로 코로나 정책으로 GDP 또한 감소하였다. 고정자산에 대한 투자와 건설기계 수요도 잇따라 감소하였다. 2023년 중국은 뒤늦게 워드 코로나 정책으로 경제 회복을 시도하였으나, 내수 회복이 더디고 수출도 둔화되는 모습을 보였다. 미중 무역 갈등에 따른 대외적 불확실성과 불안정한 매크로 상황은 중국의 소비를 더 위축시켰다. 중국 1위 건설기계 업체인 SANY도 해외 매출 비중이 60%에 달하는 등 중국 내수만을 기반으로 한 건설 시장의 성장은 기대하기 어려워 보인다.

하지만 2023년 6월부터 중국은 경기 부양을 위해 인프라에 180조원을 투자하였다. 2024년 1월, 중국 내 건설사들의 토지 취득 총액이 전년 동기 대비 44.8% 증가한 것은 앞으로의 중국 건설 시장이 차차 나아질 여지가 충분히 존재한다는 것을 시사한다.

그림 7. 부문별 중국 고정자산 투자 증가율(YoY)

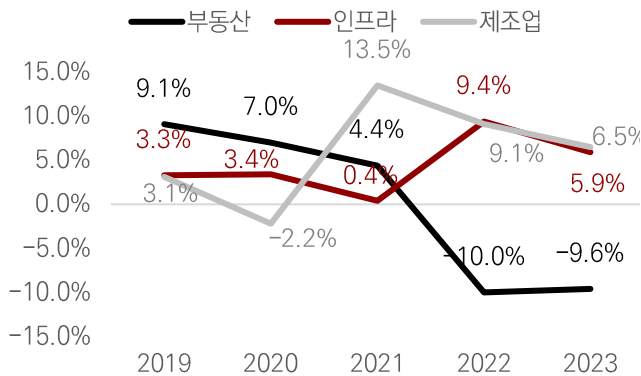
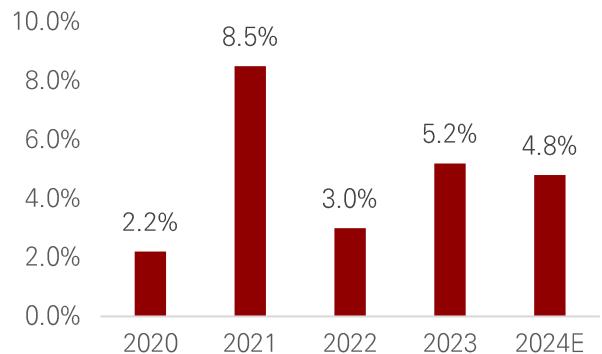


그림 8. 중국 경제성장률 추이(YoY)



자료: KOTRA, KUVIC 리서치 1팀

자료: KOTRA, KUVIC 리서치 1팀

이제는 인프라 1위로, 미국

IIJA, IRA 등 미국의 적극적인 인프라 투자

미국은 21세기 들어 이라크 아프가니스탄 전쟁 등으로 인해 천문학적 국방비를 지출하면서 정작 국내에는 많은 예산을 쓰지 못했다. 미국의 낙후된 인프라 상태가 이를 방증한다.

세계경제포럼(WEE)의 2019년 글로벌 경쟁력 평가에 의하면, 미국의 인프라 수준은 세계 13위였으며, 미국토목학회(ASCE)는 2021년 미국의 인프라 수준을 C- 등급으로 평가하며, 장기적이고 지속적인 인프라 투자 확대를 요구해왔다.

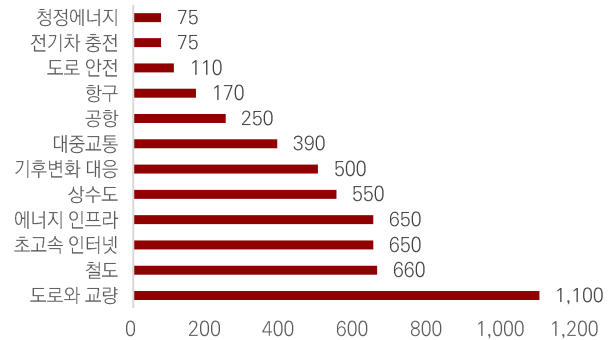
이에 2021년 11월 미국에서는 인프라 투자 계획으로 도로, 철도, 상수도, 전력망 등 사회적 생산기반시설에 향후 10년간 총 1조 2000억 달러를 투자하는 IIJA(Infrastructure Investment and Jobs Act)이 통과되었다. 이로써 본격적인 인프라 개선이 이루어졌다.

그림 9. 미국 2021 Infrastructure Grades



자료: infrastructurereportcard

그림 10. 항목별 IIA 투자 규모



자료: 동아일보, KUVIC 리서치 1팀

뿐만 아니라 재생에너지, 전기차 등의 **친환경 산업을 지원하는 IRA 법안 발효**를 통해 전력망 투자, 전기·수소차 충전시설 등 인프라 건설에 적극적인 모습을 보였다.

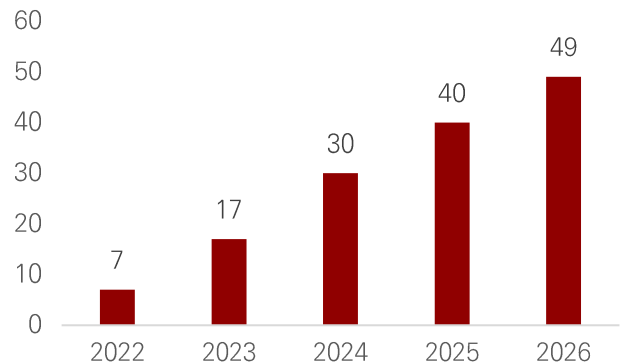
결과적으로, 바이든의 자국 내 투자를 유치하거나 리쇼어링을 유도하는 정책은 대규모의 공공부문 인프라 건설 제조업 관련 건설 지출을 가져왔고, 이는 북미지역의 건설기계 시장 호황으로 이어졌다. 결과적으로 **동사의 미국내 매출이 2023년까지 높은 성장세를 보이며, 전년 대비 20% 이상 늘어 역대 최대 규모 매출을 기록하였다.**

그림 11. 미국 2022년 CHIPS 예산 투입 계획

재원(기금명)	지원 부문	예산	연도별 세부 내역
CHIPS for America Fund	반도체 제조 지원	390억\$	• '22년 : 190억\$ (성숙공정에 20억\$), '23~'26년 : 매년 50억\$
	국립반도체기술센터, 첨단 패키징 제조 프로그램 등 R&D 지원	110억\$	• '22년 : 50억\$, '23년 : 20억\$, '24년 : '25년 : 11억\$, '26년 16억\$
CHIPS for America Defense Fund	반도체 기술 제작 전환 및 인력 교육을 위한 반도체 연구 허브 (Microelectronics Commons) 지원	20억\$	• '23~'27년 : 매년 4억\$
CHIPS for America International Technology Security & Innovation Fund	국제 정보통신기술 보안 및 반도체 공급망	5억\$	• '23~'27년 : 매년 1억\$
CHIPS for America Workforce & Education Fund	반도체 부문 인력 양성	2억\$	• '23~'24년 : 매년 0.25억\$, '25~'27년 : 매년 0.5억\$
합계		527억\$	

자료: KISTEP

그림 12. 연도별 IRA 에너지 관련 투자 규모(단위: 십억 달러)



자료: 삼일 PwC, KUVIC 리서치 1팀

유럽은 회복중

고물가, 고금리로 불안정한 유럽 시장

유럽의 건설 산업 지출은 꾸준히 증가하며, 2019년에는 12조 달러에 달하기도 하였다. 하지만 팬데믹의 영향에서 벗어날 수는 없었다. 이를 복구하고자 하는 노력으로 **2022년에는 35,000개 이상의 인프라 프로젝트가 파리, 베를린 등 대규모 도시 중심으로 사업이 진행**되었다. 프로젝트 전체 투자액은 5000억 유로에 달하였고, 주택 부문에서 1000억 달러를 투자했으며, 정부 지원 인프라 계획에 800억 유로가량의 예산이 사용되었다.

2023년은 러-우 전쟁으로 인한 에너지 수급문제 해결, 인프라 재건 등의 이슈로 4% 이상의 성장세를 보였다. 하지만 2024년에는 러시아에 대한 제재와 고물가, 고금리 기조가 전반적인 건설경기에 부담으로 작용되어 유럽 수출 감소를 불러일으킬 수 있다.

스페인 EU차원에서의 기금 투자로 2024년에는 건설 부문의 안정화를 기대한다. 독일은

2022년 기준 여전히 전 세계에서 8번째로 많은 종사자가 건설 기계 산업 내에 근무하지만, 기업체와 종사자 수에서 하락 추이를 보여준다. 프랑스는 자재 및 노동력 부족으로 2022년 기준 전년비 건축 허가 수가 10% 이상 감소하는 등, 유럽 내에서도 국가별로 건설기계 시장에 대한 전망은 엇갈린다.

그림 13. 2021년 국가별 건설산업 사용액 (단위: 십억 유로)

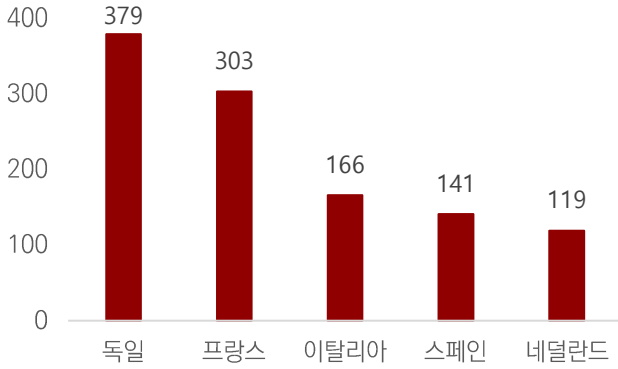
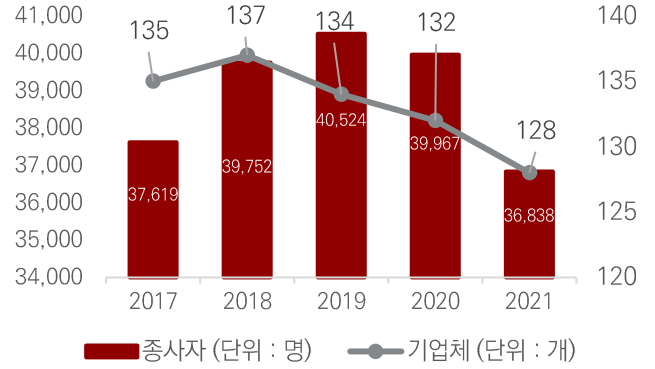


그림 14. 2021년 까지의 독일 내 건설기계산업 기업, 종사자 수



자료: Eurostat & ING Research

자료: Statistische Bundesamt, Statista, KUVIC 리서치 팀

II. 기업분석

기업 개요 및 사업부 분석

동사는 현대중공업그룹의 계열사로, 2017년 4월 현대중공업에서 건설장비사업부문이 인적 분할되어 현대건설기계라는 사명으로 출범하여, 2017년 5월 코스피 시장에 상장하였다. 동사는 글로벌 건설기계 시장에서 점유율 1.2%가량으로, 국내 기업 중에서는 두산밥캣과 HD현대인프라코어에 이어 3번째로 높은 점유율을 차지하고 있다.

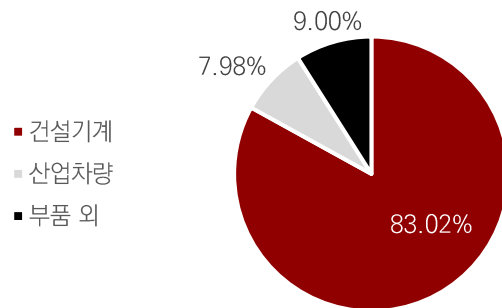
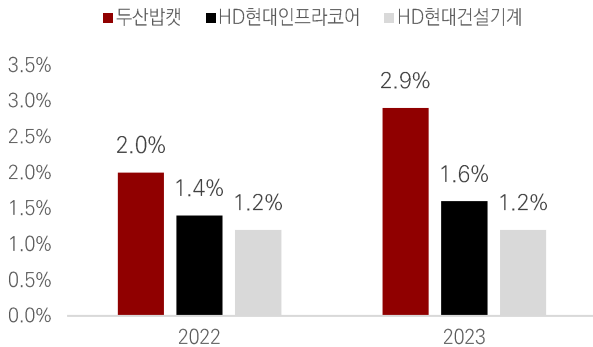
중국의 위축에도
신흥국과 북미의 영향으로
매출은 꾸준히 확대

중국 건설시장 위축에도 불구하고 신흥국의 자원개발과 북미의 인프라 투자 등에 힘입어 매출 규모는 꾸준히 확대되는 추세이며, 미국 인프라 투자 지속과 신흥국 자원개발 확대, 우크라이나 재건, 사우디아라비아 네옴 프로젝트 등으로 외형 성장이 지속될 여지가 있다.

동사의 주요 제품 품목은 건설기계 부문의 굴삭기, 휠로더 등과, 산업차량 부문의 지게차, 건설기계 등의 A/S에 사용되는 부품으로 구성되어 있고, 2022년 기준 매출 비중은 건설기계 83%, 산업차량 8%, 부품 9% 등이다. 국내로 판매 경로는 본사에서 대리점을 거쳐 고객으로 납품되는 구조이지만, 해외로의 경우 해외법인과 현지 딜러를 거쳐 고객에게 납품되는 구조로, 전 세계 다양한 국가의 딜러들과 계약을 맺어 제품을 공급하고 있다.

그림 15. 국내 건설기계 3사 글로벌 점유율

그림 16. 사업부별 매출 비중(2022년)



자료: 영국 건설정보전문그룹(KHL), KUVIC 리서치 1팀

자료: HD현대건설기계, KUVIC 리서치 1팀

그림 17. 국내에서 HD현대건설기계가 유일하게 생산하는 120t급 굴삭기, R1250



자료: HD현대건설기계

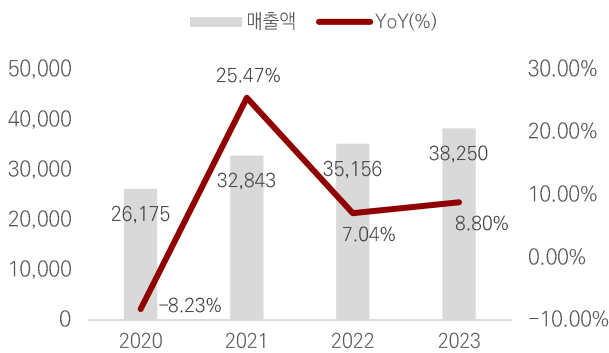
실적 분석

연간 매출액 소폭 증가
영업이익률 증가
23년 영업이익 가이드스 상회

동사는 선진 시장에서 지위를 강화하기 위해 소형 건설기계 등 라인업 확대를 진행하고 있고, 현지 커스터마이징 센터를 통합 운영하는 등 수출 중심 사업 전략을 펼치고 있다. 또한 미국과 벨기에, 인도, 중국 등에 위치한 해외 현지 법인들과 해외 총 9군데에 위치한 PDC(부품공급센터)로 자체 부품 조달 능력을 향상시켜 매출 구조를 개선시키는 데 힘쓰고 있다.

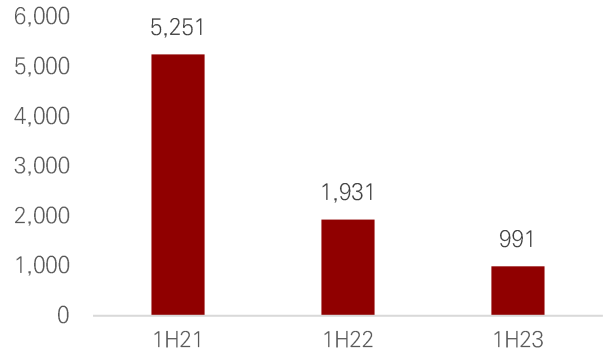
최근 중국 경기 부진으로 중국을 중심으로 발생하는 아시아向 매출이 크게 감소하였음에도 북미와 유럽向 매출의 증가로 연간 총 매출액으로는 소폭 증가세를 보였으며, 판가 개선과 원가 안정에 따라 영업이익률 또한 2023년까지 증가하는 추세를 보였다.

그림 18. 연도별 매출액 추이(단위: 억원)



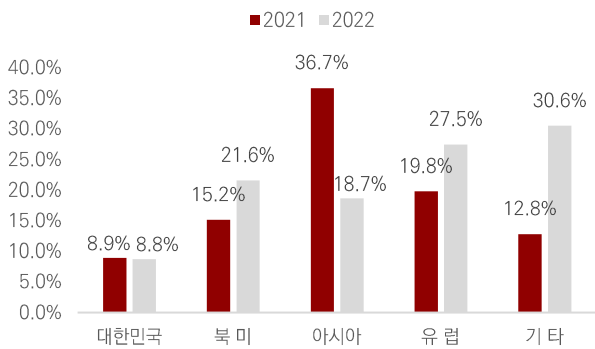
자료: HD현대건설기계, KUVIC 리서치 1팀

그림 19. 중국向 매출액 추이(단위: 억원)



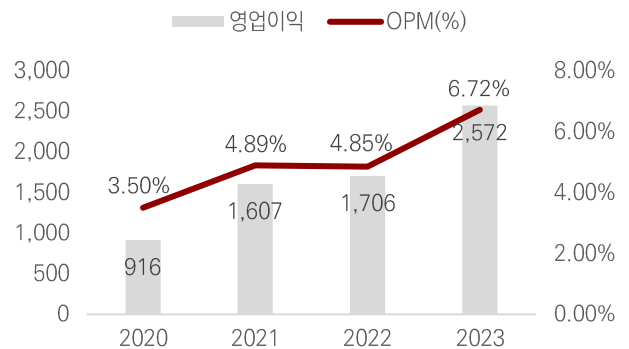
자료: 금융감독원, KUVIC 리서치 1팀

그림 20. 지역별 매출 비중



자료: HD현대건설기계, KUVIC 리서치 1팀

그림 21. 연간 영업이익 및 영업이익률(단위: 억원)



자료: HD현대건설기계, KUVIC 리서치 1팀

2023년 누적 영업이익은 2,572억원으로, 연초 사측이 제시한 가이드스 2,012억을 크게 상회하는 실적을 달성했다. 이는 인도와 브라질 등 신흥시장의 선전 덕분인 것으로 추정된다.

판매 전략: 유럽, 중남미, 아프리카, 중동, let's go

고수익 시장 비중 확대
추가 수출처 확보
부품 판매 확대

1. 고수익 시장 비중 확대

동사의 고객 시장 중 선진 시장의 경우 MEX(미니 굴삭기) 제품군 중심의 성장이 나타난다. 동사는 MEX 제품군에서 라인업을 확대하여, 23년 하반기에만 7개 모델군을 추가적으로 출시하였다. 북미/유럽 compact 시장은 비교적 견조한 수요가 유지되고, 동사는 이러한 라인업 개발에 잘 대응하고 있다. 특히 북미/유럽 등의 시장은 고수익 시장으로, 해당 시장에서 발생하는 매출 비중은 증가 추세에 있다.

2. 추가 수출처 확보

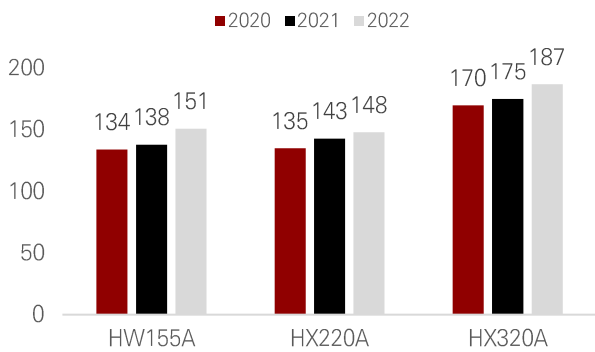
반대로 신흥국 시장의 경우 교차판매 성격의 시장이 나타나는데, 대형 라인업이 확대되고, 아프리카, 아시아, 중남미 시장이 확대됨에 따라 신시장을 확보하고 있는 추세이다. 특히 인도와 브라질에 위치한 법인 생산 모델이 아프리카 등으로 수출되는 등 추가 수출처가 꾸준히 확대되고 있는 추세이다. 2017년부터 UAE(아랍에미리트) 딜러와 관련한 소송 문제로 UAE向 매출이 발생하지 않고 있었는데, 2023년 말 승소하게 되며 기존의 딜러와 다른 딜러를 통한 UAE向 매출이 2024년부터 발생 예정이다.

3. 부품 판매 확대

뿐만 아니라 동사는 캐나다, 인도네시아 신규 PDC(부품공급센터) 설립 등 글로벌 네트워크 확대로 접근성을 강화하는 추세이다. 이를 통해 자체 부품 조달 능력을 향상시켜 매출 구조를 개선시키는 데 힘쓰고 있다.

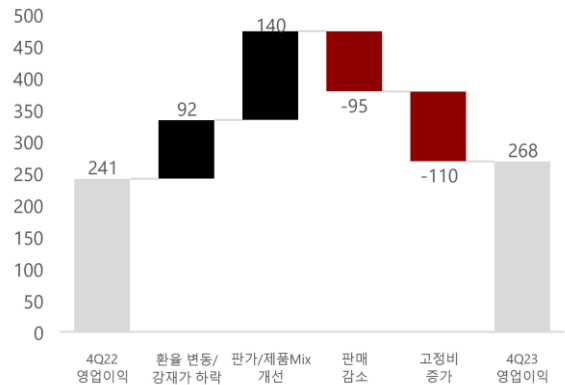
이러한 고수익 시장에서의 MS 확보와 제품 Mix 개선, 판가 인상, 신시장 확보로 인한 매출 구조 개선은 동사의 매출과 영업이익의 성장에 크게 기여하고 있다.

그림 22. 주요 제품 판가 추이(단위: 백만원)



자료: HD현대건설기계, KUVIC 리서치 1팀

그림 23. 주요 영업이익의 증감 사유(4Q 기준, 단위: 억원)



자료: HD현대건설기계, KUVIC 리서치 1팀

주가 추이 분석

그림 24. HD현대건설기계 주가추이



자료: KUVIC 리서치 1팀

- ① 글로벌 팬데믹으로 인해 좋지 않았던 건설 경기 회복과, 지연된 수주의 매출 인식으로 인하여 실적과 주가가 회복세를 보였다. 특히 중국의 경기 부양책으로 중국향 굴착기 판매량이 역사상 최대치를 갱신하였고, 이에 주가가 상승하였다.
- ② 2021년 말부터 중국 경기 악화로 인한 중국향 매출 감소 우려로 하락세를 보였다. 실제로 1H22 중국향 매출은 전년 동기 대비 60% 이상 하락하였다.
- ③ 2022년 8월 미국에서 반도체 설비투자세액 공제해주는 반도체 생산 촉진 법안(CHIPs)과 청정 에너지 발전 지원 법안이 포함된 인플레이션 감축법(IRA)이 통과되어 동사의 수혜가 예상되었다. 2022년 3분기 신형 시장의 매출 증가로 어닝 서프라이즈까지 기록하며 주가가 크게 상승하였다.
- ④ 2023년 1분기, 영업이익 800억원(OPM 7.9%, +71.3% YoY)으로 시장 전망치를 40% 이상 상회한 어닝 서프라이즈를 기록하였다. 또한 2023년 4월 유럽연합(EU)이 반도체법(CHIPs) 시행에 합의하며 동사가 수혜를 입을 것으로 예상되어 주가가 상승하였다.
- ⑤ 중국 시장의 회복이 지연되고, 세계적으로 발생한 업황 피크아웃 우려가 국내 건설기계 업체들의 주가에 하락 모멘텀으로 작용하였다. 선진시장이 지속적으로 아웃퍼폼 하였음에도 동사 또한 2023년 3분기 어닝쇼크를 기록하였다. 사우디 네옴시티 건설현장에 건설기계 50대를 수주하며 네옴시티 수혜가 가시화되었지만 피크아웃 우려로 인한 하락 모멘텀이 지속되었다.
- ⑥ 2023년 12월 사우디아라비아향으로 굴착기 100대를 납품하는 대규모 계약을 체결하였다. 이후 2024년 초 저PBR 상장사들에 대한 정부의 밸류업 정책에 수혜를 받을 것으로 예상되며 주가는 견조한 흐름을 보이고 있다.
- ⑦ 종합: 현재 중국 경기 부양책으로 인한 건설 경기 회복 기대감, 선진국 인프라 투자 지속으로 수그러들고 있는 피크아웃 우려, 23년 어닝 서프라이즈 기록은 이번 사이클은 이전의 사이클과 다르다는 것을 시사한다. 따라서 동사 주가의 추가적인 상승을 기대해 볼 수 있다.

III 밸류업 정책 & 저PBR

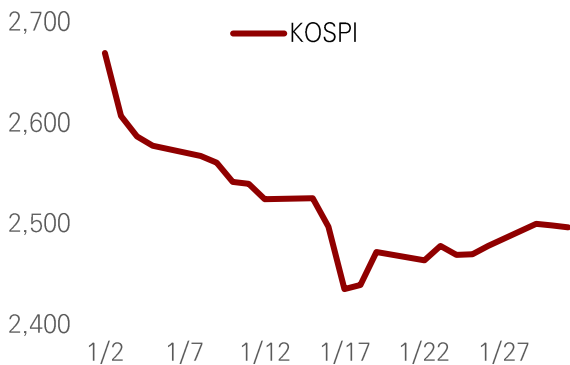
저평가된 한국주식

대주주에 집중된
경영권 프리미엄
모회사 동시상장으로 인한
모회사 저평가
원활하지 않은 주주환원

한국 주식시장은 해외 시장에 비해 낮은 밸류에이션을 받고 있다. 이는 한국 기업 지배 구조상의 문제점에서 기인한다. 경영권 프리미엄이 대주주에 집중되어 있고, 모회사 동시상장이 잦아 모회사가 저평가되기도 한다. 자사주 매입이나 배당성장률이 낮아 주주환원이 원활하게 이루어지지 않는 점도 한국 주식이 낮은 평가를 받는 이유 중 하나이다.

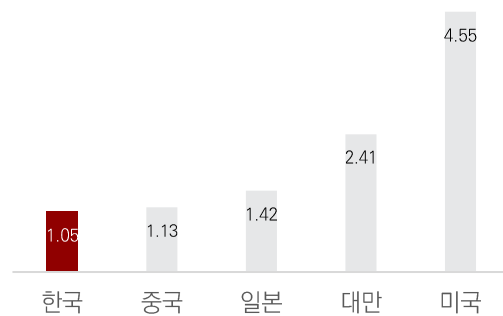
1월 2일 KOSPI 지수는 2,669p, 1월 17일 KOSPI 지수는 2,435p로 2주 만에 10%가 넘게 하락하였다. 같은 기간 나스닥 지수가 0.6% 오른 것과 대비된다. 한국 유가증권시장의 구조적 문제를 타파하고자 정부는 시장을 떠나는 투자자를 막고, 저평가된 기업 가치를 개선하기 위해 일본의 정책을 벤치마킹한 ‘밸류업 프로그램’을 2월 26일 발표하였다.

그림 25. 2024년 1월 한달간 코스피 지수 그래프



자료: KUVIC 리서치 팀

그림 26. 지난해 말 기준 국가 증시 평균 PBR



자료: 금융위원회, KUVIC 리서치 팀

과거 일본의 밸류업 프로그램

저PBR 탈피를 위한
일본의 밸류업 프로그램

2023년 초에만 해도 Nikkei225에 속한 기업 중 48%가량이 1보다 낮은 저PBR주였다. 이에 2023년 3월 밸류업 프로그램을 통해, PBR 1배 이하 기업을 대상으로 수익성 및 성장성 제고를 위한 목표를 공개하도록 요구하였다. 뿐만 아니라 이사회 권한을 약화시키고 주주가치 제고를 유도하기 위해 주로 대기업으로 구성된 ‘Prime’ 시장 내 상장기업은 독립 사외이사 비율을 전체의 1/3이상 유지, 독립 사외이사 중 한 명을 이사회 의장으로 임명하도록 요구하였다.

이 밖에도 상위 대형주, 성장 기업 위주의 Prime 150지수를 개발하거나, 투자 관련 세제 혜택을 확대하는 등의 정책을 시행하였다. 이러한 정책은 결과적으로 외국인 유입 확대, 개인투자자의 참여 확대를 가져와 자본 수익률 개선으로 이어졌다.

준비된 자만 value up

일본을 벤치마킹한
한국의 저 PBR 프로그램

한국도 이런 일본의 정책을 벤치마킹하여, 2월 26일 상장사들에게 기업가치 개선 계획 공표 권고, 기업가치 개선 우수기업 등으로 구성된 지수 개발 및 ETF 도입 등의 예산안을

발표하였다. 기업가치가 개선되기 위해서는 자사주를 매입하거나 현금 배당을 통해 주주에게 환원하는 것이 중요한데, 그러기 위해서는 뒷받침되는 실적을 바탕으로 **원활한 현금흐름 관리가 필요하다.**

현대건설기계의 진정한 Value

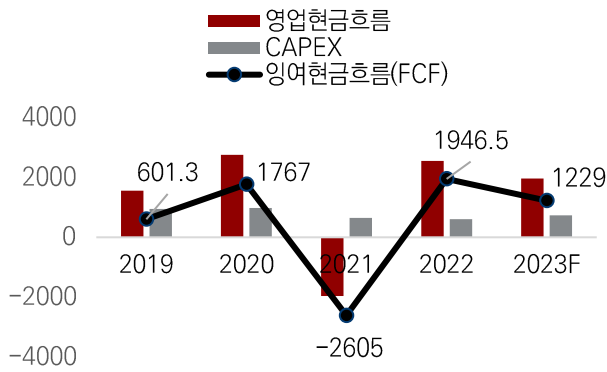
21, 22년도 현금배당
23년도 현금배당과 자사주소각
남아있는 470억원의 FCF

동사는 업황의 부진으로 인해 관심을 받지 못하여 PBR이 1 미만이다. 하지만 **밸류업 측면에서 기업가치가 개선될 여력이 충분하다.** 동사가 2021년에 주당 1,200원 (당시 시가 배당률 2.98%), 22년에 주당 1,750원 (당시 시가 배당률 2.82%)을 통해 **주주환원에 신경 쓰는 모습을 보이기 시작한 것이** 첫번째 이유이다.

동사의 잉여현금흐름(FCF)도 아직 견재하다. 2021년은 원활한 매출채권 회수가 되지 않아 잉여현금흐름이 크게 감소하였다. 이를 **2022년에 회수하면서 약 1,947억원의 현금을 확보**할 수 있었다. 23년 3Q기준으로 901억원의 현금을 이미 보유하고 있기 때문에 24년에 시행한 배당과 자사주소각으로 사용한 430억원을 제외하여도, 아직 **470억원의 잉여현금흐름을 보이는 건전한 재무상태를** 보여주고 있다.

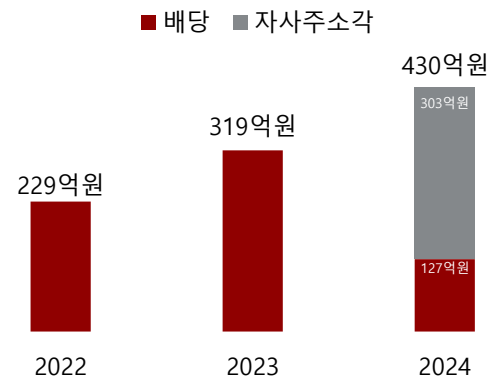
이러한 동사가 진정한 밸류에이션을 받기 위해서는 시장 참여자의 변화도 필수적이다. 동사가 성장하는 모습을 보일 때, 단기가 아닌 장기적인 측면에서 지켜보고, 주가 변화에 투기를 하는 것이 아닌, **기업 고유의 가치에 ‘투자’를 하는 모습을** 보인다면, 기업과 주주가 함께 현대건설기계의 진정한 Valuation을 할 수 있을 것이다.

그림 27. HD현대건설기계 잉여현금흐름(FCF) (단위: 억원)



자료: 네이버증권, KUVIC 리서치 1팀

그림 28. HD현대건설기계 주주가치제고 현황 및 계획



자료: HD현대건설기계, KUVIC 리서치 1팀

IV 투자 Point

신흥국 시장의 반란

신흥국 시장에서의
중장기적 수요

신흥국 시장이라면 주요 매출 국가인 북미, 중국, 유럽을 제외한, **주로 인도, 중남미 시장을 의미한다.** 그 중 인도에서의 약진을 기대하는 이유는 크게 **1)정부 주도의 인프라 투자 확대 2) 낮은 도시화율에 비해 양호한 경제성장률 전망이다.** 인도의 도시화율은 22년 기준 35.9%로 국내 건설기계 업체들의 주요 수출 대상 신흥국 중 가장 낮은 수준이다. IMF에 따르면 **인도의 1인당 GDP 성장률은 22~28년간 연평균 7.7%로 전망되기에,** 가파른 경제 성장을 바탕으로 인도가 앞으로 타국과의 도시화율 차이를 줄일 것으로 예상된다.

그림 29. 인도 NIP 섹터별 배정 예산 (단위: 십억 달러)

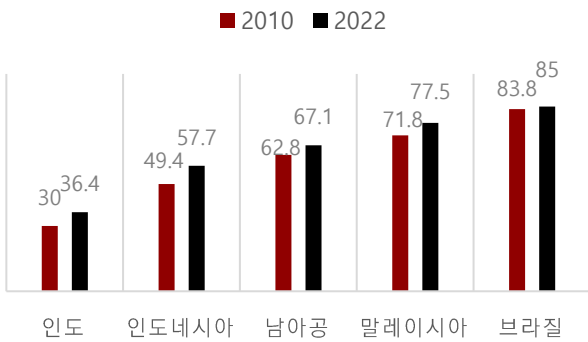
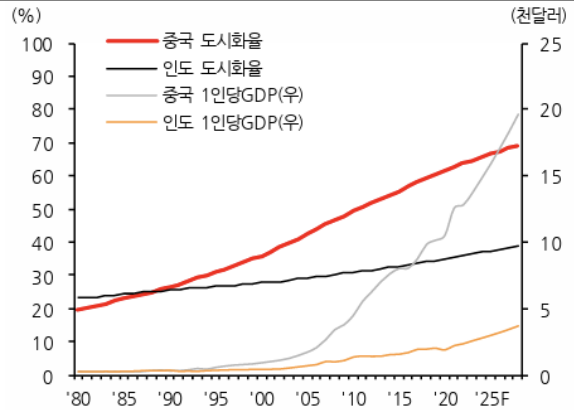


그림 30. 인도 주요 인프라 부문 예산 추이



자료: 국가통계포털 KOSIS, UN, KUVIC 리서치 1팀

자료: 국가통계포털 KOSIS, UN, KUVIC 리서치 1팀

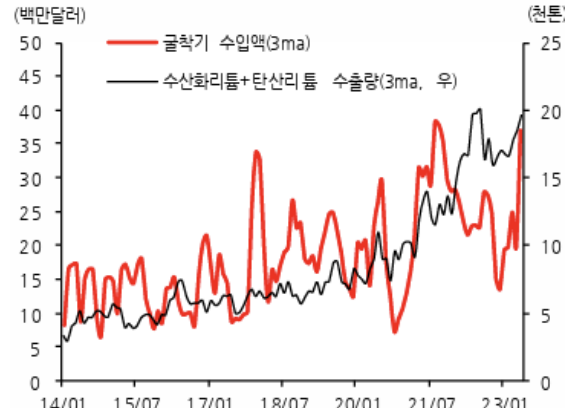
또한, 동사는 **자원 전쟁으로 인한 신흥국 투자 확대의 수혜 기업**이 될 가능성이 높다. 대표적인 **자원국들의 굴착기 수입액은 리튬, 니켈과 같은 이차전지 원료들의 생산량과 크게 동행한다.** 아직 전통 광물들의 채굴량이 EV광물에 비해 월등히 많지만, 신규 채굴 수요의 발생에 따라 기계의 교체 수요 외에도 추가적인 기계 도입의 필요성이 증가할 것이다. 아직 **글로벌 전기차 침투율이 15% 내외에 불과하다**는 점을 감안하면 **해당 광물들의 중장기적 수요 전망은 긍정적이다.**

그림 31. 인도네시아 굴착기 수입액 및 니켈 생산량



자료: ITC, Bloomberg

그림 32. 칠레 굴착기 수입액 및 리튬 수출량 추이



자료: ITC

광산에서는 수익성이 좋은 30t급 이상의 대형 굴착기들이 사용된다. 동사는 중대형 건설기계로 32,42,52t급의 굴착기 뿐만 아니라 R1250 제품과 같은 120톤급의 초대형 굴착기까지 생산한다. 동사의 건설기계 매출액 비중은 22년도에 83%, 3Q23 누적 82%를 차지했으며 신흥국과 북미에서 수요가 높은 35t 이상 대형 굴착기 판매량은 2022년 대비 81%, 주력 기종인 35T 굴착기 판매량은 2022년 대비 6배 상승했다. 북미를 중심으로 한 선진시장과 중남미, 중동 등 직수출 시장의 건설 인프라 수요 증가가 매출액 상승으로 나타났다. 이는 EV광물에 대한 수요와 인도향 시장의 도시화를 발판으로 더욱 성장해 나갈 것이라고 전망한다.

북미향 시장은 든든한 국밥

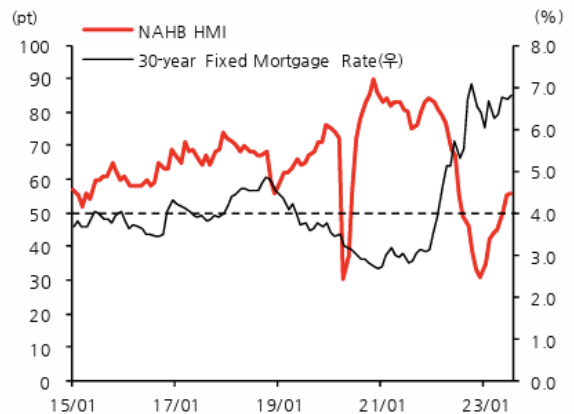
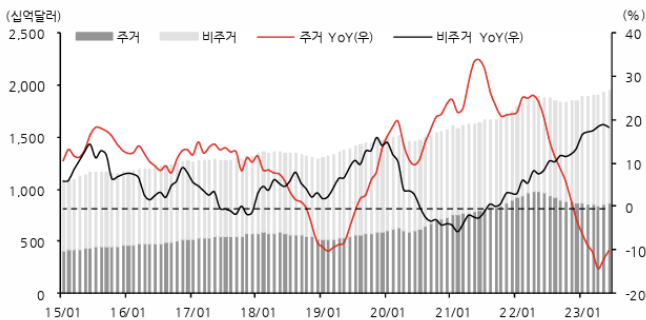
24년도 기대해도 좋을 북미법인을 통한 매출

미국의 21년 주거용 건설지출은 전년 대비 감소한 반면, 비주거용 건설지출이 빠르게 증가하며 건설기계 수요를 견인했다. 인프라 내에서는 중대형 건설기계가 많이 사용되는 교통 운송 인프라가 32%로 가장 높았다. 교통 운송 인프라의 약 90%는 공공 건설 프로젝트이기에, 북미 인프라 투자 확대가 실제 건설기계 수요 증가로 이어짐을 확인할 수 있다.

이러한 환경속에서 동사는 성공적인 매출을 기록하였다. 지난해 동사는 3조 8250억원가량의 매출액을 올렸는데, 이 중 약 25%인 1조원에 이르는 매출을 북미 시장에서 올렸다. 동사의 북미 딜러 네트워크는 200개 지역에서 운영되는 약 90개의 딜러로 구성되어 있다. 동사가 북미를 포함한 선진지역 매출 비중을 올해 42%까지 끌어올리는 목표를 세운 만큼, 앞으로의 북미향 매출도 기대할 만하다.

그림 33. 미국 건설지출 (주거, 비주거) 추이

그림 34. NAHB 주택시장지수



자료: Census Bureau, Bloomberg

자료: Bloomberg

이 기업은 무료로 맞춰 드립니다! 제품 포트폴리오 다각화

달러사 확충 신제품 라인업 출시

동사는 중국에서의 부진했던 매출 비중을 직수출 및 신흥국 시장, 북미로의 매출 확대를 통해 극복하고 있다. 이 배경으로는 다양한 시장을 겨냥해 제품 포트폴리오를 구성하였으며 신제품 라인업 출시를 들 수 있다.

동사는 그동안 메가달러 육성 및 확충 전략을 적극적으로 진행해왔다. 건설기계는 달러를 통해 해외 판매가 이루어진다는 특성이 있는데, 미국 시장이 호황을 맞이하게 되며 달러망 투자에 대한 성과가 가시화되고 있다. 2022년부터는 적극적으로 선진 시장에서 신규 딜러사를 발굴해 오며 매출 확대에 나섰다. 언론 보도를 통해 작년 한 해 스위스, 일리노이, 펜실베이니아 등 북미와 유럽을 포함한 6개의 딜러사를 확충하였음을 확인할 수 있었다.

동사는 선진시장의 견조한 수요에 맞추고자 1.1t~5.5t의 7종 풀 라인 미니 굴착기 신모델을 출시하여 라인업을 강화하고 있다. 이에 따라 **기존의 중대형 중심에서 Full-Liner로의 성장이 기대된다**. HD현대사이트솔루션에 따르면 동사는 신제품만이 아닌, **HD현대인프라코어와의 핵심 시너지를 통해 제품 라인업을 강화**한다. 미 중첩 라인을 상호 보완 판매하고, 일부 지역에서는 양사의 제품을 교차 판매하여 각 회사의 판매 네트워크 내에서 신제품 출시와 유사한 효과를 기대할 수 있다.

수요의 핵심은 인프라와 제조 공장, 공공 설비 등 대형 건설 현장의 증가이므로 중대형 기계를 중심으로 하여 다양한 라인업을 가진 업체가 직접적인 수혜를 받을 것이다. 중대형 수요가 가장 강할 것이며 고객사들은 여러 제품의 일괄 주문을 선호하기 때문에 **다양한 제품군 믹스 및 딜러 확충을 위한 동사의 전략을 투자 포인트로서 제시**한다.

그림 35. 2020-2023 동사 매출비중 변화

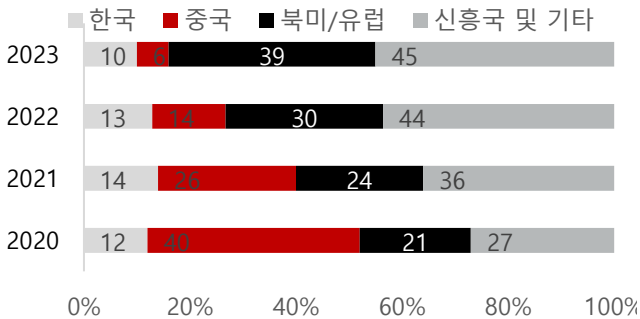


그림 36. 칠레 굴착기 수입액 및 리튬 수출량 추이



자료: HD현대건설기계

자료: HD현대사이트솔루션

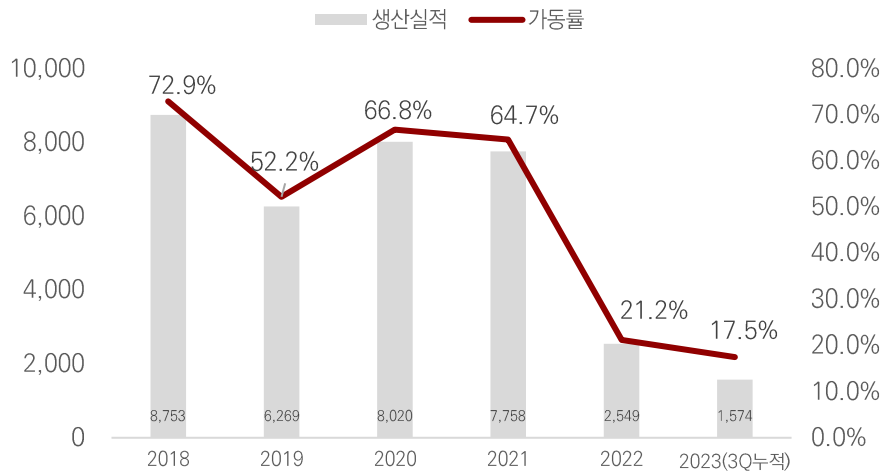
Ⅵ. 투자 Risk

중국 공장 Crush, 중국 나빠(NAPPA).

위축된 중국 경기
위축된 공장 가동률

현재 중국 경기는 매우 좋지 않다. 우량주 중심의 벤치마크 지수인 CSI300이 지난 1년 사이 18% 하락하였고, 상하이종합지수는 12%, 심천종합지수는 28% 하락하였다. CSI300 지수는 2월 현재 코로나로 인해 글로벌 증시가 폭락했을 시점인 2020년 3월 최저점 3,500p가량보다 낮은 3,200~3,300p대에 위치해 있다. **중국 70개 주요 도시의 2024년 1월 기축 주택 가격이 모두 하락하고, 같은 기간 소비자물가는 최대 폭으로 하락하는 등 소비 심리가 위축되고 있다.** 자연히 건설 시장에도 찬바람이 불고 있다. 동사의 중국 법인에는 연 12,000대를 생산할 수 있는 큰 공장이 위치해 있지만, **3Q23 누적 기준 가동률은 20%가 채 안 되는 실정이다.**

그림 43. HD현대건설기계 중국법인 생산실적과 가동률



자료: HD현대건설기계, KUVIC 리서치 1팀

수출 대상국 다각화로
꾸준한 outperform

그림과 같이 2021년에서 2022년, 2023년으로 접어들면서 중국 공장의 가동률이 급격하게 떨어졌다. 중국에 크게 의존하던 동사의 매출이 중국의 수요가 꺾였음에도 지속적으로 성장을 거듭할 수 있었던 이유는 **수출 대상국 다각화**이다. 실제로 **인도와 브라질, 북미 등 각종 신흥/선진시장에서의 수요는 꾸준히 outperform**하고 있다. 이에 더해 올해 2월 동사 컨퍼런스 콜에 따르면, 중국 내 공장에서 생산한 건설장비들을 타국으로 수출함으로써 중국향 수출 규모와 별개로 중국 법인 공장 가동률을 올릴 수 있는 방안을 적극 검토하고 있는 것으로 보인다. 따라서 해당 리스크는 **중국이라는 큰 시장의 침체에도 불구하고, 동사의 성장에 방해되는 요소라고 보기에는 힘들다고 판단한다.**

거역할 수 없는 너의 매력은, 매크로

매크로의 영향을 많이 받는 건설

건설장비 업종의 특성상 전방사인 건설과 채광 수요를 따라가게 된다. 여기서도 배터리를 만드는 데 쓰이는 원자재는 비교적 수요가 견조하지만, 건설 업황은 매크로의 영향을 많이 받는다. 앞서 서술했듯 현재 중국의 경기가 좋지 않은 것에 맞물려서, 중국 내 건설 수요 또한 하락한 것과 같이, **경기가 좋지 않을 때 건설장비 기업의 실적은 기대하기 힘들다.** 수

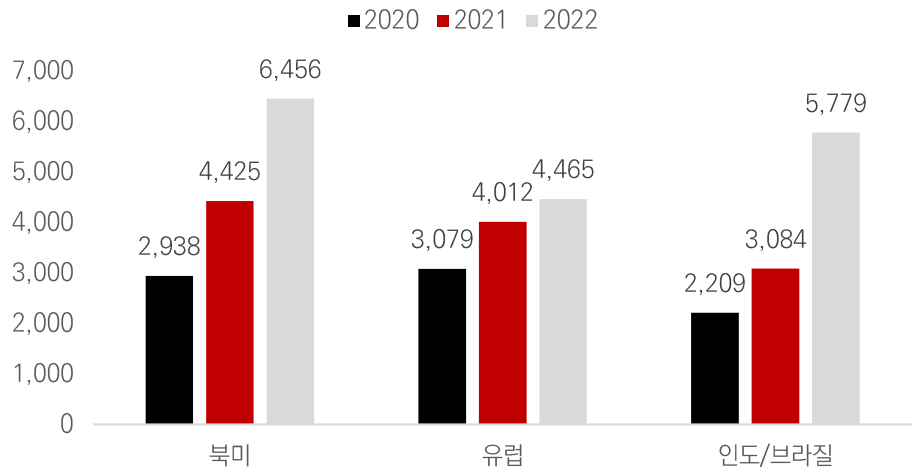
출 비중이 크기 때문에 현재 세계 곳곳에서 일어나고 있는 전쟁으로 인한 물류 지연의 영향도 피할 수 없다. 현재 국내 건설장비 업종에 대한 피크아웃 우려가 발생하고 있는 것에 이러한 이유도 포함되어 있을 것이다.

그럼에도 꾸준한 건설기계 수요

투자포인트에서도 언급하였듯이 현재 북미 건설기계 수요는 견조하게 발생하고 있다. 특히 비주거용 건설 분야에서 큰 비중을 차지하는 인프라(55%)와 제조업(18%)에서 수요가 발생하는 경우가 많다. IIJA에 따른 인프라 투자, IRA, CHIPS법 등에 따른 공장 건설이 증가되어 동사의 북미향 매출은 지속적으로 성장하고 있는 추세이다.

동사의 매출이 크게 발생하는 신흥국 지역들로 눈을 돌려보자. 역사적으로 동사 건설장비의 신흥국향 수요는 자원부국이 주를 이루었지만, 사우디아라비아의 네옴시티 프로젝트와 인도의 Gati Shakti 등 프로젝트향 발주가 가시화되면서 추가적인 수요가 발생하고 있는 추세이다.

그림 44. HD현대건설기계 연도별 북미, 유럽, 인도/브라질 매출액 규모(단위: 억 원)



자료: HD현대건설기계, KUVIC 리서치 1팀

경기가 나쁘면 건설 경기 또한 나빠지기 때문에 건설기계 업황에 좋지 않다는 것은 상식적인 사실이다. **하지만 현재의 경기 사이클은 다르다.** 기존 건설기계 산업은 주거용 건설지출이 증가 되었다. 하지만 현재는 인프라 투자 등의 **비주거용 건설지출이 상당히 큰 규모로 발생하고 있다.** 비주거용 건설 지출과 채굴 수요, 사우디의 네옴시티, 아르헨티나의 염호광산 등, 소위 건설 사이클과 다소 관계없는 수요가 꾸준히 발생 중이고, 전쟁 종식 시 재건 사업 수주에 대한 은근한 기대감 또한 존재한다.

따라서 **견조한 채광 수요에 더해 글로벌 인프라 투자가 발생하는 현 상황은 피크아웃이라고 보기에는 힘들다고 판단한다.**

VII. Valuation

매출 추정 논리

표 2. 매출액

(단위: 억 원)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출	23,905	32,843	35,156	38,263	40,484	45,020
% of growth		37.4%	7.0%	8.8%	5.8%	11.2%
국내법인	8,770	14,053	15,436	15,890	16,265	16,645
YoY %		60.2%	9.8%	2.9%	2.4%	2.3%
내수	2,463	3,134	2,875	2,406	2,531	2,661
YoY %		27.3%	-8.3%	-18.3%	5.2%	5.1%
% of Total sales	10.3%	9.5%	8.2%	6.3%	6.3%	5.9%
직수출	6,307	10,919	12,561	13,484	13,734	13,984
YoY %		73.1%	15.0%	7.3%	1.9%	1.8%
% of Total sales	26.4%	33.2%	35.7%	35.2%	33.9%	31.1%
해외법인	17,608	21,028	19,991	22,373	24,219	28,374
YoY %		19.4%	-4.9%	11.9%	8.3%	17.2%
인도	2,210	3,080	3,060	3,640	4,043	4,491
YoY %		39.4%	-0.6%	19.0%	11.1%	11.1%
% of Total sales	9.2%	9.4%	8.7%	9.5%	10.0%	10.0%
브라질	1,290	1,920	3,130	2,460	2,753	3,081
YoY %		48.8%	83.0%	-21.4%	11.9%	11.9%
% of Total sales	5.4%	5.8%	8.9%	6.4%	6.8%	6.8%
중국	8,091	7,591	2,880	1,752	1,750	2,705
YoY %		-6.2%	-82.1%	-39.2%	-0.1%	54.6%
% of Total sales	33.8%	23.1%	8.2%	4.6%	4.3%	5.3%
북미	2,938	4,425	6,456	9,828	70,806	13,351
YoY %		50.6%	45.9%	52.2%	10.0%	23.5%
% of Total sales	12.3%	13.5%	18.4%	25.7%	28.7%	29.7%
유럽	3,079	4,012	4,465	4,693	4,867	5,048
YoY %		30.3%	11.3%	5.7%	3.7%	3.7%
% of Total sales	12.9%	12.2%	12.7%	12.3%	12.0%	11.2%

자료: HD현대건설기계, KUVIC 리서치 1팀

1. 국내 법인

1) 국내向 매출

표 3. HD현대건설기계 국내向 매출 추정

(단위: 억 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025(E)
국내向 매출액	2,463	3,134	2,875	2,406	2,531	2,661
% of Growth	25.7%	27.3%	-8.3%	-16.3%	5.2%	5.1%

자료: 기획재정부 열린재정, KUVIC 리서치 1팀

국내 건설 수주액 규모에서 토목과 건물 건설 부문으로 수주액의 비율이 나누어지는데, 동사 보도 자료와의 교차 검증을 통해, 해당 비율을 적용하여 동사의 국내向 매출을 토목向 매출과 건물 건설向 매출로 나누는 것이 합리적이라고 판단하였다.

먼저 토목向 매출은 정부나 공공기관이 주체가 되는 경우가 많으므로, 국토교통부의 예산 중 사회간접자본(SOC)의 전체 예산 대비 비중 및 투자 규모로 추정하였다. 총 예산 대비 사회간접자본 예산의 비율은 역사적으로 4% 안팎 수준이다. 총 예산의 평균 상승률을 통해 미래 예산 규모를 추정하여 가중평균한 비율을 적용해 사회간접자본 예산의 규모를 구하였다. 해당 추이를 동사의 과거 매출액에서부터 적용하여 미래 매출액을 추정하였다.

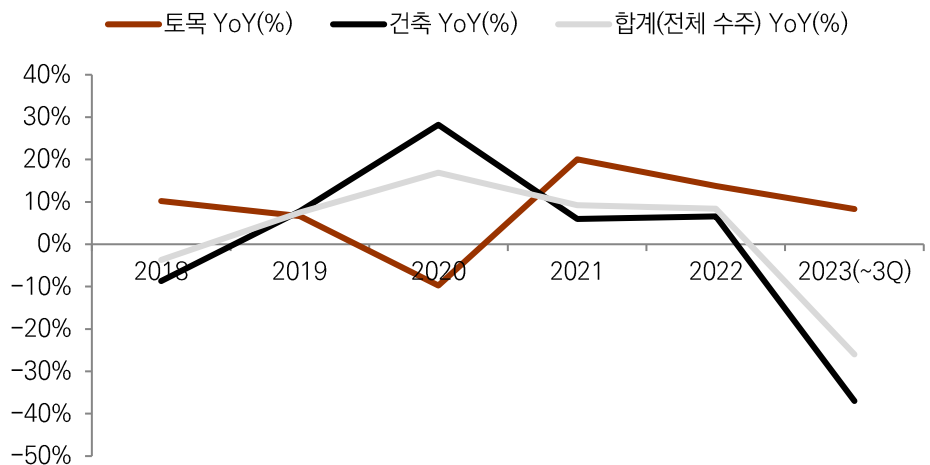
표 4. SOC 예산과 동사의 국내 토목 건설向 매출액 추정

(단위: 억 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025(E)
SOC 예산(단위: 조 원)	23.2	26.5	28.0	25.0	26.4	29.2
국내 토목 건설向 매출액(E)	566.7	792.6	762.9	851.5	899.2	995.3

자료: 기획재정부 열린재정, KUVIC 리서치 1팀

건물 건설 투자 규모의 경우 전체 건설 투자 규모 추이와 유사한 흐름을 보인다.

그림 45. 공종별 수주액 YoY 추이(단위: %)



자료: HD현대건설기계, KUVIC 리서치 1팀

따라서 대한민국 GDP 규모의 OECD 전망치를 적용하여 미래 GDP 추정치를 구한 뒤, 대한민국 GDP 내 역사적인 건설 투자 비율을 가중평균한 값을 적용하여 GDP 내 건설 투자

규모를 추정하였다. 국내 건설 투자 규모 안에서 동사가 가져갈 수 있는 점유율을 평이한 수준으로 가정하여, 동사의 건물 건설向 매출액 규모를 추정하였다. 최종적으로 토목 건설向 매출액과 건물 건설向 매출액의 합으로 국내向 매출액 규모를 추정하였다.

표 5. 대한민국 GDP, 건설투자 규모, 동사의 국내 건물 건설向 매출액 추정

(단위: 조 원)	2020	2021	2022	2023	2024(E)	2025(E)
GDP(시장가격 기준)	1839.5	1918.7	1968.8	1995.6	2039.5	2082.4
건설투자	88.2	86.5	87.1	89.5	94.0	95.9
HD현대건설기계 건물 건설向 매출액(추정치, 단위: 억 원)	1896.0	2341.6	2111.9	1554.5	1631.8	1666.1

자료: OECD, 국가통계포털 KOSIS, KUVIC 리서치 1팀

2) 직수출 매출

직수출 대상국은 전 세계적으로 다양하고, 자원부국인 경우가 많다. 동사의 직수출 매출은 개별 국가의 시장 동향보다는 글로벌 수요에 동행하는 것으로 추정하는 것이 합리적이라고 판단하였다. 따라서 전 세계 채광 기업들의 CAPEX 추이를 통해 글로벌 채광 수요를 예측하고, 직수출 매출액이 그 추이를 따라간다고 가정하는 것이 합리적이라고 판단하였다.

2024년과 2025년은 채광 기업들의 CAPEX가 소폭 감소하는데, 동사의 매출은 세계 각국의 인프라 투자를 감안하면 보수적으로도 평이한 수준으로 추정할 수 있다고 판단하였다.

추가적으로, 2024년부터 이전에 발생하다가 중단되었던 UAE向 매출이 재 발생하는 것만 따로 감안하고자, 예전 UAE向 매출 수준인 500억 수준을 2025년 달성할 것으로 가정하고 결과적으로 직수출 매출 총액이 소폭의 증가세를 보일 것으로 추정하였다.

표 6. Global Top 30 Miners Capex YoY(%)와 동사의 직수출 매출액 추정

(단위: 억 원)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Global Top 30 Miners Capex YoY (%)		13.8%	16.3%	6.2%	-1.8%	-0.7%
HD현대건설기계 직수출 매출액	6,307	10,919	12,561	13,484	13,734	13,984
% of Growth			15.0%	7.3%	1.9%	1.8%

자료: HD현대건설기계, KUVIC 리서치 1팀

2. 해외 법인

1) 인도/브라질向 매출

인도 시장은 도시화율을 목적으로 인프라 투자가 이루어진다는 점, 도시화율은 1인당 GDP에 깊은 연관성을 갖는다는 점을 활용하였다. 인도는 경기회복으로 1인당 GDP 가 상승하며 인프라 투자 규모를 늘리고 있고, 이 두 지표가 1에 가까운 상관계수를 보이는 것을 확인하였다. 예산 규모와 건설기계 매출액에서는, 예산 규모에서 건설 기계 수요가 큰 항만 부문 투자 규모를 사용하여 매출을 추정하였다.

표 7. HD현대건설기계 연도별 인도向 매출액

(단위: 억 원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
항만(단위: 십 억 루피)	17	17	22	25	27
매출액(단위: 억 원)	3080	3060	3640	4043	4491
% of Growth		-0.6%	19.0%	11.1%	11.1%

자료: Indian budget documents, Moody's Investors Service

브라질 시장은 2022년 이후부터 중대형 장비들 위주로 판매가 되었으며, PQ논리를 사용하
 되 시장 침투율을 적용하였다. 세 대의 주요 굴삭기 품목의 ASP를 산정하고 각 굴삭기가
 같은 비중으로 판매됨을 가정하였다. 브라질에서의 건설기계 판매 대수 자료를 구한 뒤, 매
 출액/ASP로 동사의 판매량을 산정하였다. 브라질에서의 건설기계 판매 대수와 동사 추정
 Q를 통해 동사의 시장 침투율을 적용하였다. 브라질 법인은 공장 가동률이 30%로 낮은
 편이었으나, 동사에서 브라질의 건설시장 회복을 기대하면서도 공장 가동률을 높인다는 의
 사를 확인할 수 없었기에 2023년도 시장 침투율에서 평이하다고 가정하였다

표 8. HD현대건설기계 연도별 브라질향 매출액

(단위: 억원)	2020	2021	2022	2023	2024(E)	2025(E)
시장 침투율(%)	5.51	5.62	5.82	3.65	3.65	3.65
매출액(추정치, 단위: 억 원)	1290	1920	3130	2460	2753	3081
% of Growth		48.8%	63.0%	-21.4%	11.9%	11.9%

자료: KUVIC 리서치 1팀

2) 미국향 매출

미국의 경우 CHIPS, IIJA, IRA 등의 법안에 따라 인프라 투자의 예산안이 결정되며, 이는 비주거형 건설지출액 (Nonresidential Construction Spending)과 관련이 있다. 이에 비주거용 건설지출액에 사용되는 연도별 사용액에 비례하여 북미향 건설기계 판매액이 증가함을 가정하였다. CHIPS는 구체적인 연도별 예산안에 따라 분배하였다. IIJA의 경우 6,500억 달러만큼의 예산안은 21년 11월 통과에 따라 2022년부터 사용됨을 가정하여 5년간 동일하게 분할하였고, 5,500억 달러의 예산안은 23년 7월 ~ 26년 11월에 걸쳐 사용됨에 따라 월별 분할하였다. IRA의 경우 미국 의회 예산처에 따르면 전체 예산안 중 2/3가 세액공제 형태로 들어가는데, 나머지는 직접적인 설비투자과 관련되어 있음을 가정하였다. 나머지는 연평균성장률을 활용한, 연도별 지출액은 다음과 같다.

표 9. 24, 25년도 예상 Nonresidential Construction Spending

(단위: 백만달러)	2021	2022	2023	2024(E)	2025(E)
CHIPS(분기별 분할)		19,000	5,000	5,000	5,000
IIJA(분기별 분할)		130,000	202,642	254,528	254,528
IRA(분기별 분할)		2,333	5,667	10,000	13,333
나머지 Nonresidential	10,140,345	10,896,731	12,986,721	14,806,733	16,579,785
Nonresidential Construction Spending	10,140,345	11,048,064	13,200,029	15,076,261	16,852,647

자료: White House & US Chamber of Commerce, HD 현대건설기계, KUVIC 리서치 1팀

동사가 북미 점유율이 38%에서 42%로 증가할 것을 언급함에 따라 분기별 성장률인 3%만큼 추가적으로 적용하여 북미에 판매되는 건설기계 판매액을 구하였다

표 10. HD현대건설기계 연도별 북미향 매출액

(단위: 억원)	2020	2021	2022	2023	2024(E)	2025(E)
건설기계(북미 판매)	2,938	4,425	6,456	9,828	10,806	13,351
% of Growth		50.6%	45.9%	52.2%	10.0%	23.5%

자료: KUVIC 리서치 1팀

3) 중국向 매출

(중국 내 굴착기 판매대수) X (HD현대건설기계의 시장침투율) X (굴착기 판매가)를 통해 매출을 추정하고자 한다. 중국 내 굴착기 판매대수는 다음과 같다

표 11. 중국 내 굴착기 판매대수

중국	2019	2020	2021	2022	2023
굴착기 판매량	209,077	292,864	274,357	151,979	89,980

자료: 중국공정기계공업협회, HD 현대건설기계

한국은행 북경사무소에 따르면 24년의 경우 부동산 개발투자의 전년도 부진이 이어진다. 이에 2023년도의 중국 시장내 건설기계 판매량과 유사한 90,000대를 가정하였다. 2025년의 경우, 건설경기가 정상화된다고 가정하여, 25년의 경우, 2011년부터 2016년까지의 긴 침체 이후 2017년에 다시 반등했던 수치를 활용하였고 당시 부동산과 인프라투자에 따른 GDP성장률인 7%를 적용하여 25년도 굴착기 판매대수는 96,300대를 가정하였다

24년 시장침투율도 23년과 유사하다고 보고, 1Q24는 4Q23와 동일한 0.26%, 4Q24는 0.3%를 가정하였다. 25년의 경우 24년의 분기별 성장률과 동일하게 침투함을 가정하였다.

표 12. HD현대건설기계의 굴착기 중국 판매량 추정

연도별 비중	1Q	2Q	3Q	4Q	분기별 CAGR
2024	0.26%	0.27%	0.28%	0.30%	5.41%
2025	0.32%	0.33%	0.35%	0.37%	5.41%

자료: KUVIC 리서치 1팀

단순평균한 굴착기 판매액이 22년 대비 23년 성장률인 4%를, 24, 25년도에 적용하였고, 이는 각각 175(백만원), 182(백만원)이다. 최종적인 중국向 매출액은 다음과 같다.

표 13. HD현대건설기계 연도별 중국向 매출액

(단위: 억원)	2020	2021	2022	2023	2024(E)	2025(E)
중국	8,089	7,591	2,880	1,752	1,750	2,404
% of Growth		-6.2%	-62.1%	-39.2%	-0.1%	37.4%

자료: HD현대건설기계, KUVIC 리서치 1팀

4) 유럽向 매출

주요 건설기계 시장인 독일, 영국, 프랑스, 이탈리아. 러시아의 유럽시장내 점유율을 하여 점유율만큼 매출액을 나눈 후, 국가별 시장 성장의 전망치에 따라 매출액이 성장함을 가정하였다. 기타국가, 유럽, 이탈리아의 경우 전망치를 그대로 사용하였다.

ING에 따르면 독일의 건설기계 시장 성장률 전망치를 -0.5%로 보지만, 동사는 23년에 독일 딜러사를 추가했으므로 1%로 가정한다 프랑스는 4.9%의 성장률을 전망하나, 동사가 23년 마놀랜드 딜러사를 추가, 조금 더 높은 6%를 가정한다. 러시아는 전쟁으로 수주가 급감하였으나, 석탄이 매장되어 있는 중요한 시장이다. 2024년은 2022년 대비 2023년 성장률인 3.36%를 가정하였으나, 25년은 안정화에 따라 유럽국가의 평균 성장률인 4.73%를 가정하였다. 예상 매출액은 다음과 같다.

표 14. 국가별 성장률 가정치와 연도별 예상 매출액

(단위: 억원)	성장률 가정	2023	2024(E)	2025(E)
독일	1%	1,173	1,185	1,197
영국	4.30%	939	979	1,021
프랑스	6%	375	398	415
이탈리아	4.89%	375	394	413
러시아	3.36% (2024), 4.73% (2025)	375	388	406
기타	4.73%	1,455	1,524	1,596
유럽 전체		4,693	4,867	5,048

자료: ING, Agg net, Arizton, The mirror inspires, Astutue Analytica, KUVIC 리서치 1팀

표 15. HD현대건설기계 연도별 유럽향 매출액

(단위: 억원)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
유럽	3,079	4,012	4,465	4,693	4,867	5,048
% of Growth		30.3%	11.3%	5.1%	3.7%	3.7%

자료: HD현대건설기계, KUVIC 리서치 1팀

비용 추정 논리

1. 매출원가

1.1. 변동비

재고자산 변동과 재고자산 매입액 등 변동비 항목은 모두 매출 대비 비율의 2019~2022년 4개년 평균치를 적용하였다.

1.2. 고정비

인건비는 최근 3년간 직원 수가 비슷한 수준을 유지한 것으로 판단하여 2022년의 직원 수가 2024년까지 유지될 것으로 추정하였다. 공장 증설 이후 **2025년은 현재 직원 수와 CAPA에, 추가되는 CAPA의 비율로 직원의 증가율을 추정하였다.** 이에 **급여 인상률까지 반영하여 추정하였다.**

표 16. 인건비와 직원 수 추이, 임금 상승률

(단위: 억 원)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
인건비	681.7	951.8	759.2	784.9	811.6	955.8
직원 수	1,357	1,479	1,357	1,357	1,357	1,546
임금 상승률				3.39%	3.39%	3.39%

자료: HD현대건설기계, KUVIC 리서치 1팀

감가상각비는 유형자산 계정에 속한 건물, 기계장치 등의 항목과 사용권자산 계정 각각에 대하여 추정하였다. 특히 건물, 기계장치, 기타자산 등은 **공장 증설에 따른 원가를 더하고 신규매입분을 고려하여 감가상각비를 증액**하였다. 그 외 항목은 공시되어 있는 유형자산 투자 규모에 따라 취득 규모를 추정하였다. **무형자산 감가상각비** 항목에서 내용연수가 명시되어 있는 **개발비** 또한 유사한 방법으로 추정하였다.

표 17. 매출원가 내역

〈변동비〉						〈고정비〉	(단위: 억 원)				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
재고자산의 변동	-1,742.0	-1,316.9	206.6	218.6	244.2	감가상각비	259.3	262.1	411.2	578.7	405.4
재고자산 매입액	21,118.7	24,174.3	25084.8	26541.2	29646.0	사용권자산상각비	16.7	26.1	27.7	29.5	31.3
						무형자산상각비	77.8	79.0	400.2	270.0	270.0
						인건비	951.8	759.2	784.9	811.6	955.8
						기타	6,834.9	5,152.0	4,432.5	4,432.5	4,432.5

자료: KUVIC 리서치 1팀

2. 판매비와 관리비

2.1. 변동비

변동비 항목은 모두 매출액 대비 비율의 2019~2022 4개년 평균치를 적용하였다.

2.2. 고정비

급여, 상여금, 복리후생비 항목은 매출원가와 동일하게 공장 증설 이후 2025년은 현재 직원 수와 CAPA에, 추가되는 CAPA의 비율로 직원의 증가율을 추정하였다. 이에 급여 인상을 까지 반영하여 추정하였다.

감가상각비는 공장 증설에 따른 원가와 내용연수를 반영하였다.

경상개발비와 연구비 항목은 신규 제품 라인업 출시를 꾸준히 진행 중인 동사 연구개발의 성격에 따라 **4개년 평균 상승률**을 적용하였다. **보증수리비** 항목은 판매 증대에 따라 증가할 것으로 추정하여 역시 **4개년 평균 상승률**을 적용하였다. 이외 항목은 2019~2022년 4개년 평균치를 적용하거나, 2022년 규모를 유지할 것이라 판단하였다.

표 18. 판매비와 관리비 내역

(단위: 억 원)

〈변동비〉	2021	2022	2023E	2024E	2025E	〈고정비〉	2021	2022	2023E	2024E	2025E
동력비	17.6	21.4	21.7	23.0	25.7	급여	718.8	893.8	924.1	955.4	1,125.3
운반비	135.5	207.3	229.6	243.0	271.4	상여금	95.5	86.6	89.6	92.6	109.1
지급수수료	332.1	352.8	408.6	432.4	482.9	퇴직급여	36.0	53.3	47.9	47.9	47.9
판매수수료	41.5	69.8	57.7	61.0	68.1	복리후생비	170.3	199.1	205.8	212.8	250.7
						감가상각비	102.2	129.8	203.6	286.5	200.7
						사용권자산상각비	89.7	96.1	102.0	108.3	115.0
						무형자산상각비	46.3	52.0	263.5	177.8	177.8
						대손상각비	141.1	-9.1	79.6	79.6	79.6
						경상개발비	351.2	405.3	458.1	517.9	585.4
						광고선전비	131.1	184.4	157.1	157.1	157.1
						보증수리비	562.9	662.0	688.9	716.8	745.9
						보험료	40.6	53.2	42.1	42.1	42.1
						사무용품비	13.7	15.4	13.4	13.4	13.4
						소모품비	6.4	10.2	6.4	6.4	6.4
						수선비	24.1	25.9	22.3	22.3	22.3
						여비교통비	38.4	84.3	66.2	66.2	66.2
						연구비	143.6	155.1	174.8	196.9	221.9
						용역비	129.8	121.6	154.1	154.1	154.1
						의식행사비	6.7	16.8	17.0	17.0	17.0
						임차료	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						전산비	18.7	15.0	21.6	21.6	21.6
						접대비	7.1	7.9	7.8	7.8	7.8
						조세공과금	56.6	57.9	62.6	62.6	62.6
						차량유지비	14.7	16.6	17.0	17.0	17.0
						포장비	126.9	124.2	124.7	124.7	124.7
						기타	120.3	205.9	136.3	136.3	136.3

자료: KUVIC 리서치 1팀

Valuation Method

건설 기계 시장에서는 채광 수요 및 주거, 비주거 시설의 수요에 따라 그 성과가 결정된다. 또한 동사는 수출 비중이 약 90%로 매우 높으며, 직수출 외에도 해외 법인에서 발생하는 매출의 규모가 크다는 점을 고려하였다. 이례적인 저 PBR 정책에 따라 자사주 소각이 발생하고 있기에, 재무구조와 사업의 유사성 및 해외 매출비중을 고려하였다. 해외 peer 기업으로 일본의 고마츠, 다케우치제작소, 구보타를 선정하였고, 국내 peer로 HD현대인프라코어를 선정하여 Global Peer Valuation을 진행하였다.

- 1) PBR 밸류에이션: 자사주 소각 이슈와 관련하여 BULL, BASE, BEAR 케이스로 나누어 목표 주가를 산정하였다. 동사는 당기순이익의 30%에 해당하는 주식을 소각하였는데, 2024년을 이례적인 케이스로 보고 2025년도에는 해당 금액을 배당한다는 BEAR 케이스, 올해와 같은 비율만큼 자사주 소각이 이루어진다는 BASE케이스, 39.5%로 추가적인 자사주 소각이 이루어진다는 BULL 케이스로 나누었다. 이 과정에서 해외 peer 대비 현대건설기계의 OPM이 낮다는 점을 고려해 2023년 말 기준 국가 증시 평균 PBR의 비율을 할인요소로 적용하였다.
- 2) P/E 밸류에이션: 성장성 및 OPM개선에 대한 가능성을 고려하고, 배당 및 자사주 소각 케이스를 고려하지 않고 Peer Group의 PER을 이용하여 추정하였다.

표 19. Valuation – Valuation Method (2025E)

2025E 당기순이익 (단위: 원)	237,902,781,840
유통 주식수	17,895,576
2025E BPS (단위: 원)	104,329
PBR	0.62
Target Multiple	1.19
현재주가	55,200
목표주가	81,000
상승여력	46.7%

자료: KUVIC 리서치 1팀

그림 46. HD현대건설기계 PBR차트

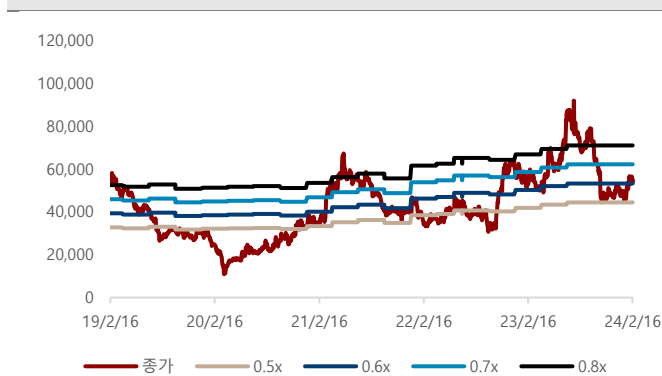
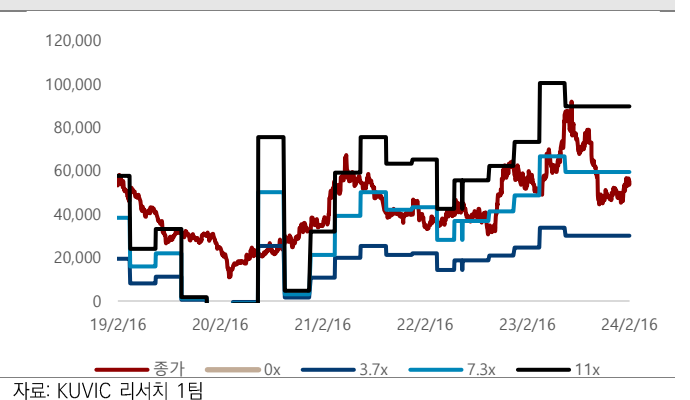


그림 47. HD현대건설기계 PER차트



Compliance Notice

- 본 보고서는 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다.
- 본 보고서에 사용된 자료들은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC이 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
- 본 보고서는 투자 권유 목적으로 작성된 것이 아닌 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 스터디 목적으로 작성되었습니다.
- 따라서 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.
- 본 보고서에 대한 지적재산권은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC에 있으며 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.