

2025년 09월 08일 | 키움증권 리서치센터
산업분석 | 건설기계 Overweight(Maintain)

바닥을 딛고, 성장 궤도 안착

조선/기계/방산/항공우주 이한결 gksruf9212@kiwoom.com



Contents



바닥을 딛고, 성장 궤도 안착 2

I. Investment Summary 3

- > 본격적인 실적 개선 모멘텀 기대, 밸류에이션 리레이팅 전망 3

II. 건가: 주요 지역 성장 사이클 진입 10

- > 유럽, 아프리카를 중심으로 굴삭기 수출 성장 전환 10
- > 올해는 부진하지만 내년은 수요 개선이 기대되는 북미 19

III. 엔진 사업의 구조적인 수혜 예상 24

- > 북미 데이터센터 확대에 비상 발전용 가스 엔진 수출 고성장 24
- > K2 전차 수출 확대에 방산용 엔진의 견조한 성장 기대 31

IV. 건설기계 업종 투자 전략 35

- > 건설기계 업종 투자조건 : 비중확대(Overweight) 유지 35
- > Appendix, 러-우 재건 사업에서 찾는 기회 42

기업분석 46

- > 두산바벳 (241560) 47
- > HD현대인프라코어 (042670) 49
- > HD현대건설기계 (267270) 51

Compliance Notice

- 당사는 09월 08일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

바닥을 딛고, 성장 궤도 안착

>>> 건설장비 성장 사이클 진입

건설장비 수출이 유럽, 아프리카의 수요 반등에 힘입어 올해 4월을 기점으로 성장세로 전환하였다. 유럽 주요 국가들의 경제 회복 흐름이 나타나며 인프라 투자 확대와 금 가격 상승세 지속에 따른 자원국의 광산 개발 수요 확대가 주효했다. 중국 시장도 정부의 인프라 투자와 중국 건설사들의 해외 진출 수혜에 힘입어 점진적인 회복세가 이어지고 있다. 내년에는 유럽, 아프리카 중심의 수요 개선세 지속과 더불어 북미 시장의 반등이 나타나며 본격적인 건설장비 시장 성장 사이클에 진입할 것으로 전망한다.

>>> 엔진의 구조적인 성장 기대

HD현대인프라코어의 엔진 사업부는 발전용 및 방산 엔진의 구조적인 성장세가 지속될 것으로 전망한다. 데이터센터 확대에 비상용 발전기 수요가 증가하며 가스 엔진의 공급 부족 현상이 심화되고 있다. 미국의 주요 엔진 업체들은 2년치 수주잔고를 확보하고 있어 납기를 맞춰줄 수 있는 동사의 수혜가 기대된다. 또한, 방산 엔진의 경우 고객사의 해외 수출 확대 가능성이 높은 상황으로 생산 물량 증가로 매출과 이익의 개선이 기대된다. 24년말 약 1,400억원을 투자해 군산에 엔진 공장 증설을 결정하였다. 선제적인 투자를 통해 방산 엔진 생산 능력 확대와 초대형 발전용 엔진 생산을 계획하고 있어 엔진 사업부의 성장세는 더욱 가속화될 전망이다.

>>> 밸류에이션 리레이팅 전망

국내 건기 3사의 평균 26F PER은 10.8배로 글로벌 Peer 평균 14.6배 대비 여전히 저평가 구간이다. 내년부터 건설장비 사업 부문이 본격적인 실적 성장 사이클에 진입한다는 점을 감안할 때 건설기계 업체의 비중 확대를 추천한다. 건기 사업부의 실적 성장 사이클 진입과 엔진의 구조적인 수혜를 모두 기대할 수 있는 HD현대건설기계를 Top Pick으로 제시한다. 합병 이후 글로벌 Peer 대비 저평가 요소가 상당 부분 해소될 것이다. 최근 미국 엔진 업체들의 주가 상승세가 이어지고 있다는 점을 감안할 때 HD현대건설기계의 밸류에이션 리레이팅 가능성에 주목할 필요가 있다.

I. Investment Summary

>>> 본격적인 실적 개선 모멘텀 기대, 밸류에이션 리레이팅 전망

건설기계 업종 투자의견: 비중확대(Overweight) 유지

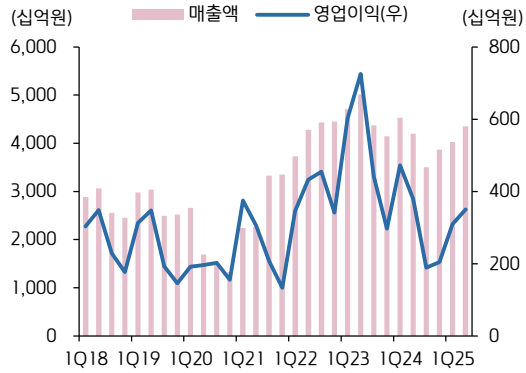
HD현대 양사는 2Q25부터 건기 사업부의 턴어라운드 시작되었다. 유럽과 아프리카의 건설장비 수요 반등에 올해 4월부터 수출이 성장세로 전환한 점이 주효했다. 반면에 북미 지역이 핵심 성장 동력인 두산 밥캣의 경우 북미 지역의 건설장비 수요 침체가 장기화되며 부진한 흐름을 보이고 있다. 다만, 북미 지역 수요 부진은 관세와 금리 인하 지연 등 불확실성의 영향이 큰 상황으로 불확실성이 해소되는 내년부터 수요 반등이 기대된다. **건기 3사의 26년 건기 사업 부문은 북미, 유럽, 아프리카 등 주요 지역에서의 수요 개선이 지속되며 본격적인 성장 사이클에 진입할 것으로 기대한다.**

HD현대인프라코어의 엔진 사업부는 발전용 및 방산 엔진의 성장세에 힘입어 매출과 이익 개선 흐름이 유지될 것으로 전망한다. 또한, 내년부터 글로벌 건설장비 시장 수요 개선이 기대되는 상황에서 산업용 엔진의 판매량도 함께 확대될 것으로 기대한다. 발전용 엔진은 미국의 데이터센터 확대의 영향으로 비상용 발전기의 수요가 큰 폭으로 성장하며 수혜가 발생하고 있다. 방산 엔진 역시 주요 고객사의 수출 확대의 영향으로 견조한 성장세가 나타날 것으로 기대한다. 상대적으로 수익성이 높은 것으로 추정되는 발전용 엔진과 방산 엔진의 매출 비중 상승이 이익 개선에 긍정적으로 기여할 것이다.

HD현대건설기계는 HD현대인프라코어와의 합병을 통해 엔진 사업부의 성장을 공유하고 건기 사업 부문 시너지 효과를 기반으로 중장기 성장 동력을 얻었다. HD현대건설기계 통합 법인은 합병 이후 HD현대인프라코어의 '디벨론'과 HD현대 2개의 브랜드 체제를 유지하며 보유하고 있는 딜러망을 최대한 활용할 계획이다. 브랜드는 이원화하지만 생산 체계와 자재 구매는 일원화를 추진하여 중복 투자를 없애 효율성 극대화가 가능할 것이다. 또한, HD현대인프라코어는 24년말 약 1,400억원을 투자하여 군산 엔진 공장 증설을 진행 중이다. 26년 하반기부터 방산 엔진 생산량 확대와 27년초 초대형 발전용 엔진이 신규 제품 라인업에 추가되며 향후 엔진 사업부의 성장을 가속화될 것으로 판단한다.

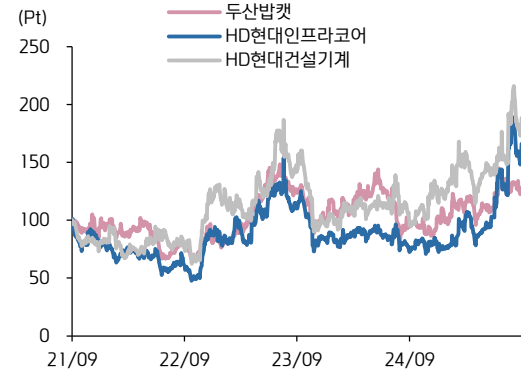
유럽, 아프리카 등 주요 지역에서 건설장비 수요 개선이 나타나고 있고 내년부터 북미 지역도 수요 반등으로 실적 성장 사이클에 진입한다는 점을 감안할 때 건설기계 업체의 비중 확대를 추천하고 HD현대건설기계를 Top Pick으로 제시한다. 특히, HD현대건설기계는 내년 HD현대인프라코어와의 합병으로 건설장비 부문 매출이 대폭 성장하고 엔진 부문의 고성장이 기대되는 상황으로 상승 여력이 충분할 것으로 판단한다. 합병 이후 글로벌 Peer 대비 저평가 요소가 상당 부분 해소될 것이다. 최근 미국 엔진 업체들은 데이터센터 확대에 따른 발전용 엔진 공급 부족 심화에 추가 상승세가 이어지고 있다는 점을 감안할 때 HD현대건설기계 역시 밸류에이션 리레이팅 가능성에 주목할 필요가 있다.

건기 3사 분기별 실적 추이



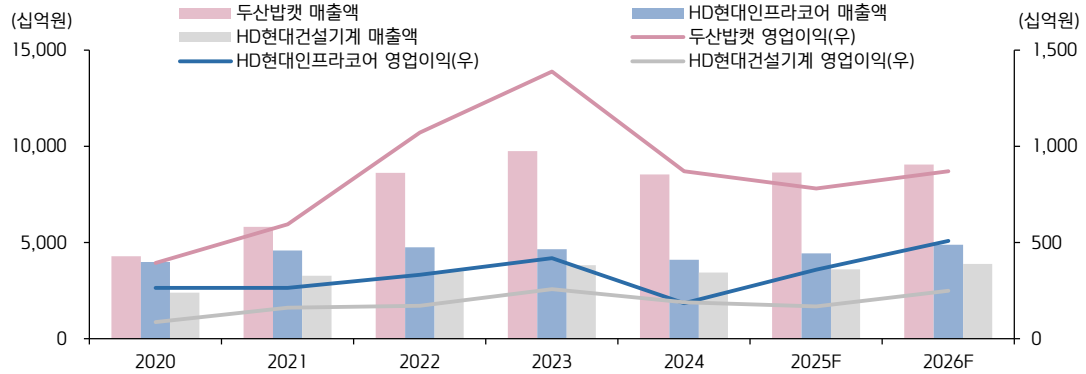
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

최근 5년간 건설기계 3사 주가 추이



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터
주) 21.9.6=100

건기 3사 매출액 및 영업이익 전망



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

글로벌 주요 지역에서 수요 개선으로 건기 사업부 실적 성장 사이클 진입

지난 2H23부터 이어진 건기 수출 감소세가 올해 4월을 기점으로 성장세로 전환하였다. 과거 2년간 굴삭기 수출 성장세에 가장 크게 기여하였던 북미 시장의 수요 성장이 정체되었음에도 불구하고 유럽, 아프리카와 아시아 일부 지역에서 수요가 크게 개선되며 수출이 큰 폭으로 성장한 것으로 파악된다. 유럽, 아프리카 지역의 수요 개선 기조가 지속될 것으로 전망하고 26년부터 미국의 수요 반등이 나타나며 글로벌 전반적인 지역에서 건기 수출 성장세가 나타날 것으로 판단한다. 에너지 인프라 투자 확대, 리쇼어링, 트럼프의 주택 시장 활성화 정책 등 미국 내 건설 지출은 견조한 상황으로 금리 인하가 마무리되는 26년부터 북미 시장에서 건기 수요 반등이 나타날 것으로 기대한다.

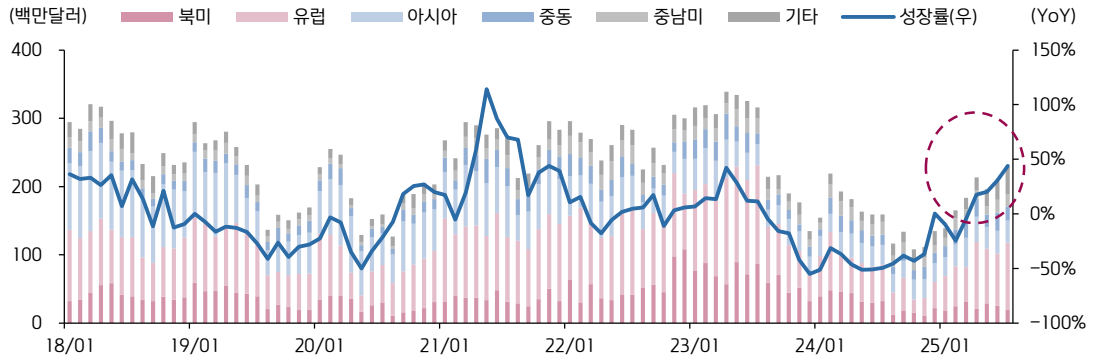
유럽 지역은 23년부터 빠르게 금리 인하를 시작하며 최근 경제 회복 흐름이 나타나고 있다. 이에 독일, 스페인, 프랑스, 네덜란드 등 주요 국가의 인프라 투자가 활성화되고 있고 스페인의 경우 주택 시장에서 큰 폭의 개선세가 확인되었다. 유럽 지역의 경제 회복세가 지속될 것으로 전망하며 낮아진 금리의 영향으로 전반적인 지역에서 주택 시장이 활성화될 것으로 기대한다. 또한, 최근 유럽 지역은 국가간 해저 전력망 구축 등 핵심 인프라 사업을 진행하고 있고 철도, 에너지 파이프 라인 등 다양한 기반 사업에도 투자가 늘어나고 있어 향후 인프라 투자는 더욱 확대될 것으로 판단한다. **유럽 내 인프라/주택 등 건설 활동 증가의 영향으로 건기 수요는 본격적인 성장 사이클에 진입할 것으로 전망한다.**

최근 러-우 전쟁 이후 국제 분쟁이 잦아지면서 안전자산에 대한 선호도가 상승하며 금/은 가격 상승세가 지속되고 있다. **이에 주요 자원국들은 금광 등 광산 개발 확대를 추진하고 있어 신흥 지역에서 건기 수출 성장세가 나타나고 있다. 특히, 아프리카 지역으로 수출이 급증하고 있는 것으로 파악된다. 23년부터 HD현대 건기 그룹은 아프리카 지역의 판매량 확대를 위해 딜러망 추가 발굴 및 네트워크 개선 등 전략적으로 육성에 집중하였다.** 이에 아프리카 지역에서 HD현대 건기 그룹의 점유율은 30% 수준으로 확대된 것으로 추정한다. 전략적인 신규 딜러 발굴, 판매 네트워크 강화 등을 통해 신흥 자원국에서 중/대형 제품 판매량이 확대되며 제품 믹스 개선에 기여할 것으로 기대한다.

상반기 북미 지역은 관세와 금리 인하 지연에 따른 불확실성 확대로 건설장비 수요가 부진한 흐름을 보였다. 관세 영향으로 일부 인프라 및 건설 사업들은 원가 변동성에 대한 우려가 심화되며 프로젝트 개시를 지연하고 있다. 또한, 올해 예상된 금리 인하 시기가 지연되고 있는 점도 주요 고객사들이 발주 관망세를 유지하고 있는 주요한 이유로 추정된다. 다만, 국내외 업체들이 지난해부터 올해 상반기까지 프로모션 비용 지출 확대하며 딜러의 재고를 선제적으로 조정한 점은 긍정적이다.

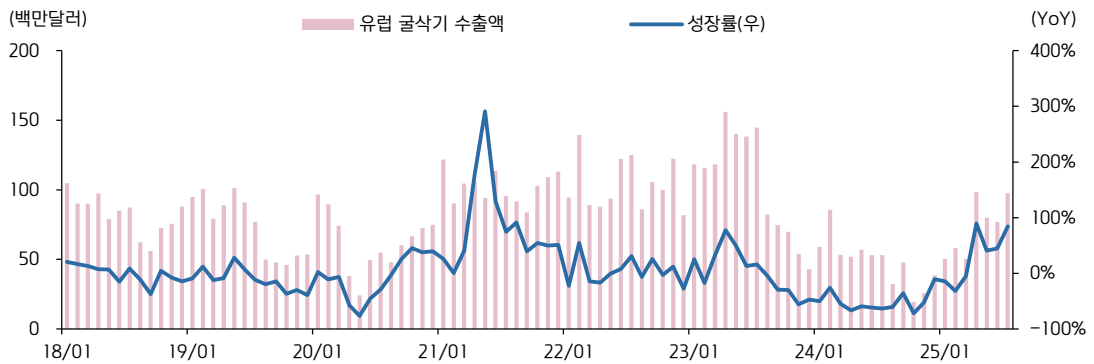
올해 북미 지역 건설장비 수요를 억누르던 관세와 금리 인하 관련된 불확실성이 내년부터 해소될 것으로 예상하며 건설장비 수요 반등이 나타날 것으로 전망한다. 또한, 트럼프 정부의 집권 2년차를 맞아 인프라 투자와 주택 공급 확대 등 대선 공약이 본격적으로 시행되며 북미 건설 시장의 성장세를 이끌 것으로 판단한다. 또한, 트럼프 정부의 외교 정책 기조를 감안할 때 주요 글로벌 기업들의 미국 내 투자가 증가하면서 제조업 건설 지출이 증가할 것으로 예상한다. 금리 인하가 마무리되는 내년부터 주택 시장도 본격적으로 활성화될 것으로 기대한다.

올해 4월을 기점으로 굴삭기 수출 성장세로 전환



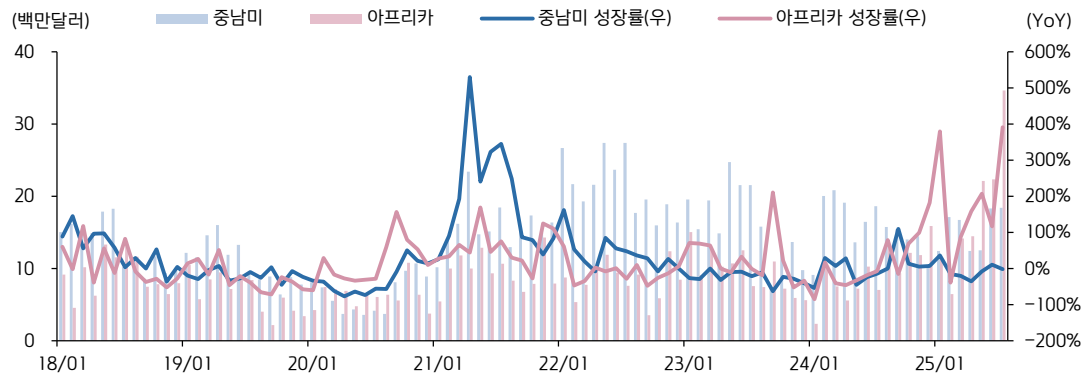
자료: Trass, 키움증권 리서치센터

주요 국가의 인프라 투자 확대에 힘입어 유럽 굴삭기 수출 반등 시작



자료: Trass, 키움증권 리서치센터

아프리카 지역에서 광산 개발 확대에 따른 굴삭기 수출 고성장세



자료: Trass, 키움증권 리서치센터

발전용 및 방산 엔진 중심으로 구조적인 성장 기대

데이터센터의 24/7 가동을 위해서 만약의 경우를 대비하는 비상용 발전기는 필수적인 인프라이기 때문에 데이터센터의 확대와 동시에 비상용 발전기도 구조적으로 도입이 늘어날 수밖에 없다. 데이터센터의 비상용 발전기의 연료로 가장 많이 사용하는 것은 디젤이다. 다만, 최근에는 환경 규제 준수 및 장시간 운영에 강점이 있는 천연 가스의 설치 비중이 늘어나고 있다. 올해 들어 미국의 AI 데이터센터 확대에 따른 비상용 발전기 수요 증가로 HD현대인프라코어의 가스 엔진 수출이 급증하고 있는 것으로 파악된다. 또한, 최근 미국의 전력 시스템 공급 회사인 PSI(Power Solution International)와 디젤 엔진 공급 계약을 체결하며 발전용 엔진 제품 라인업을 확대하였다.

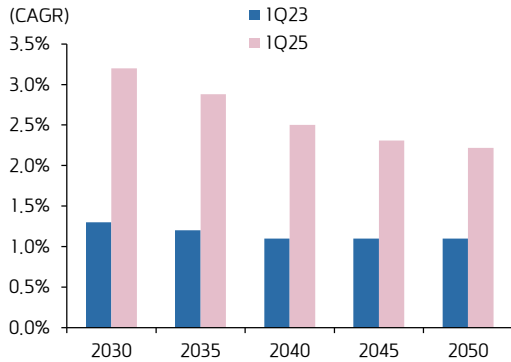
미국에서 발전용 엔진을 공급하고 있는 캐터필러, 커민스 같은 기업들도 발전 사업부에 대한 긍정적인 전망을 언급하고 있다. HD현대인프라코어는 북미의 대형 엔진 업체 대비 후발 주자이나 미국 내 발전용 엔진 공급 부족 심화에 따른 수혜가 기대된다. 데이터센터 투자 확대로 미국의 발전용 엔진 공급 업체는 이미 27년까지의 수주잔고가 확보되어 있어 지금 시점에 주문하게 되면 28년 이후에 제품을 인도 받을 수 있다. HD현대인프라코어의 엔진 사업부 가동률은 아직 60~70% 수준으로 여유가 있기 때문에 27년 이전에 인도를 원하는 고객사들의 주문을 흡수할 수 있을 것으로 판단한다. 또한, 최근 미국의 철강/알루미늄 품목 관세 대상 확대에도 관세 부담은 제한적일 것으로 전망한다. 계약 구조상 관세는 동사의 엔진을 납품 받는 고객사가 부담하는 것으로 추정한다.

HD현대인프라코어 엔진 사업부의 또 다른 성장 축은 방산용 엔진이다. 동사는 현대로템의 'K2 전차'에 DV27K 엔진을 독점 공급하고 있다. K2 전차는 국군과 폴란드에 납품되고 있다. HD현대인프라코의 방산 엔진은 현재 확보된 국내 4차 양산, 폴란드 2차 계약, 알타이 전차 사업으로 향후 2~3년간 견조한 성장세가 나타날 것으로 전망한다. 또한, 고객사의 잠재적인 수출 파이프라인을 감안할 때 폴란드 이외에 추가 수출 계약을 체결할 가능성이 높기 때문에 추가 수출 계약 성사 시 성장 여력은 더 확대될 것이다. 엔진 사업부 내에서 방산 엔진의 수익성은 해외 사업을 중심으로 매우 높은 것으로 추정되기 때문에 방산 엔진의 매출 비중 상승이 이익 개선에 크게 기여할 것으로 판단한다.

HD현대인프라코어는 24년말 약 1,400억원을 투자하는 군산 엔진 공장 증설을 발표하였다. 현재 공장 증설은 원활하게 진행되고 있는 것으로 파악되며 4Q26년 방산 엔진 생산, 27년부터 초대형 발전 엔진의 생산이 가능할 것으로 기대한다. 방산 엔진 생산 능력은 2배 가까이 확대될 것으로 기대한다.

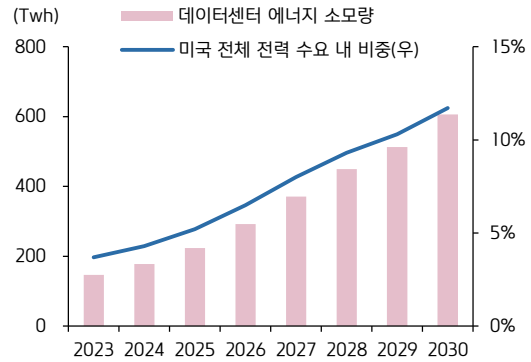
초대형 발전 엔진의 경우 하이퍼스케일러 데이터센터 같은 대형 데이터센터에 적용하기 적합하다. 중장기적으로 대형 데이터센터의 투자도 늘어날 것으로 예상되고 있어 군산 공장 가동 시 발전용 엔진 및 방산 엔진 중심으로 엔진 사업부의 성장세는 더욱 가속화될 것으로 판단한다.

'23년과 '25년의 전력 수요 성장률 전망치 변화



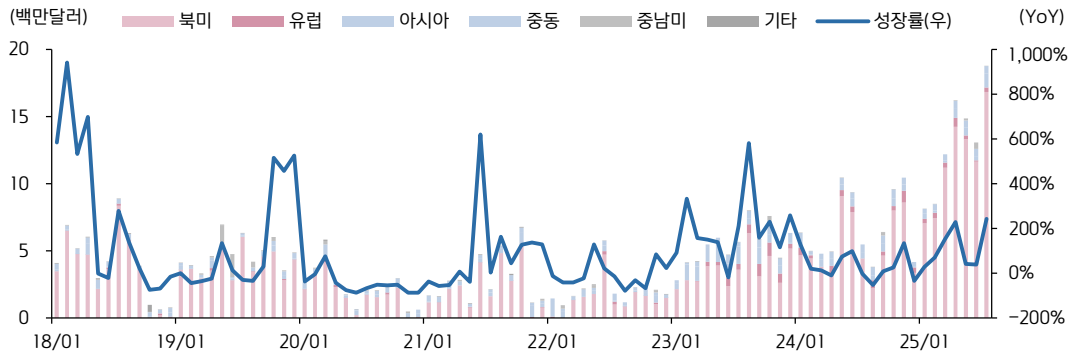
자료: ICF, 키움증권 리서치센터

미국 데이터센터 전력 수요 전망



자료: McKinsey & Company, 키움증권 리서치센터

북미향 가스 엔진 수출의 가파른 성장세



자료: Trass, 키움증권 리서치센터

데이터센터용 비상 발전 엔진 연료 비교

구분	디젤 엔진	가스 엔진
가동 속도	시동 시간 매우 빠름. 즉각적인 전력 공급 가능	시동 시간 느림. 순간 대체 전원으로 제약
출력 밀도	높음, 대용량에 적합	낮음, 중소용량에 적합
연료 공급	연료 저장 탱크 필요	파이프라인 연결 필요, 장시간 운영에 적합
환경 영향	CO ₂ , 소음 등으로 환경 규제 강화 시 부담	디젤 대비 CO ₂ 배출 20~30% 저감 가능
비용	국제 유가 변동성에 따라 운영비 영향	지역에 따라 초기 설치 비용이 발생하지만 장시간 전력 공급이 필요한 경우 비용 절감 가능

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

주요 고객사의 잠재 수출 파이프라인

국가	내용
폴란드	올해 K2 전차 180대 규모의 2차 계약 체결 완료. 향후 잔존 640대에 대한 추가 계약 진행 예정
루마니아	약 250대 규모의 신형 전차 도입 예정. K2 전차가 수주 유력 후보군으로 거론
슬로바키아	약 100대 규모의 전차 도입 사업에서 폴란드에서 생산 예정인 K2PL 버전에 대한 관심 표명
사우디	수백 대 규모의 노후 전차 교체 사업 진행 예정 중동 환경에 맞춘 K2 전차 개량 사업 추진을 통해 수주 참여 예상
이라크	노후 전차 교체 사업에 K2 전차를 후보 대상으로 포함하며 관심 표명
모로코	노후 전차 교체 및 군 현대화 사업으로 K2 전차를 포함한 국내 무기체계에 관심
페루	페루 군 현대화 사업의 일환으로 K808 장갑차 수출 계약 체결. 추가적으로 K2 전차 수출 계약도 진행 중

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

HD현대 건기 그룹의 엔진 사업부 중장기 육성 전략

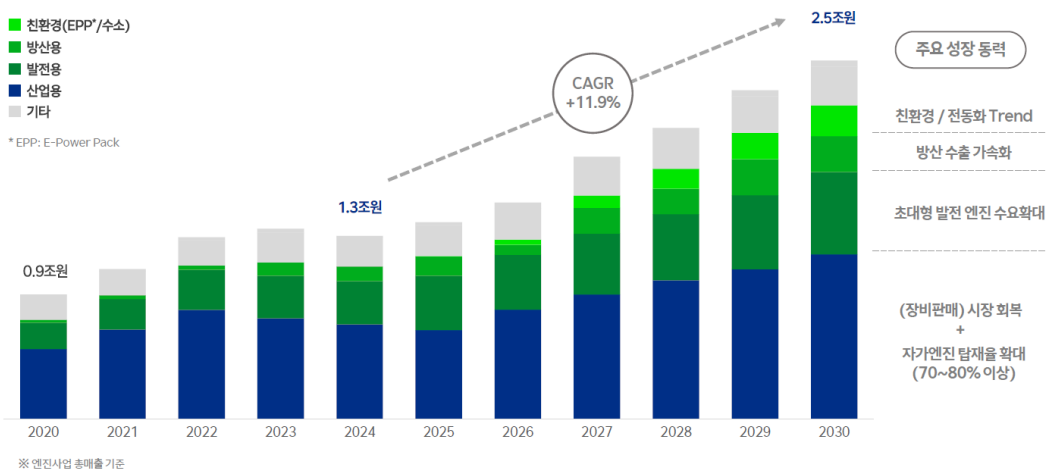
01

엔진 사업 육성

- 2개 브랜드 모두에 자가엔진 적용 비율을 확대하고, 방산/초대형 발전 등 고성장/고수익의 영역은 추가 육성

- 친환경(EPP*/수소)
- 방산용
- 발전용
- 산업용
- 기타

* EPP: E-Power Pack



자료: HD현대건설기계, 키움증권 리서치센터

II. 건기: 주요 지역 성장 사이클 진입

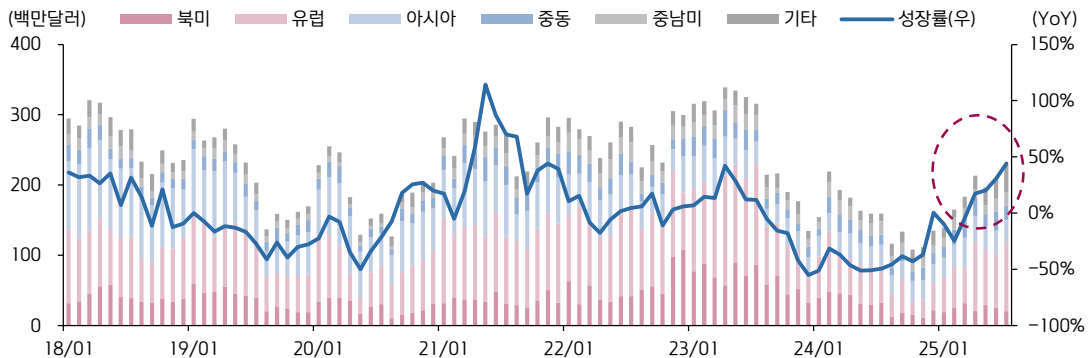
>>> 유럽, 아프리카를 중심으로 굴삭기 수출 성장 전환

유럽, 아프리카와 아시아 일부 지역에서 강한 건기 수요 반등 확인

지난 2H23부터 이어진 건기 수출 감소세가 올해 4월을 기점으로 성장세로 전환하였다. 과거 2년간 굴삭기 수출 성장세에 가장 크게 기여하였던 북미 시장의 수요 성장이 정체되었음에도 불구하고 유럽, 아프리카와 아시아 일부 지역에서 수요가 크게 개선되며 수출이 큰 폭으로 성장한 것으로 파악된다.

유럽 지역은 지난해부터 빠르게 금리를 인하하며 올해 들어 경기 침체를 벗어나고 있는 상황이다. 이에 주요국들의 인프라 투자가 활성화되면서 건기 수요가 크게 개선된 것으로 판단한다. 아프리카와 아시아 일부 지역의 경우 지난해 대비 달러 약세가 나타나며 구매력이 회복되었고 금 가격 상승에 따른 광산 개발이 확대되며 중대형 제품의 수요 상승세가 나타나고 있다. 최근 2~3년간 상대적으로 취약한 아프리카 달러망 개선 작업을 추진한 부분도 건기 수출 확대에 긍정적인 영향을 미친 것으로 추정한다. 중국은 중앙 및 지방 정부의 인프라 투자 기조가 유지됨에 따라 시장 회복세가 지속되고 있고, 중국 건설사의 해외 사업 진출에 따른 수혜가 나타나며 점진적으로 판매량이 확대되고 있다.

올해 4월을 기점으로 굴삭기 수출 성장세로 전환



자료: Trass, 키움증권 리서치센터

반면, 북미 시장의 경우 올해 관세 및 금리 인하 지연 등 불확실성 장기화에 수요가 정체된 흐름이 이어지고 있다. 주요 고객사들 사이에서는 미국 내 불확실성이 해소될 때까지 신규 주문을 미루며 관망하는 분위기가 형성되고 있는 것으로 파악된다. 다만, 올해 상반기까지 국내외 업체들은 미국 달러망 재고를 정상화하기 위한 작업을 대부분 마무리하였다. 이에 북미 시장의 건기 수요 반등이 나타날 시 빠르게 매출 상승으로 이어질 것으로 전망한다. 에너지 인프라 투자 확대, 리쇼어링, 트럼프의 주택 시장 활성화 정책 등 미국 내 건설 지출은 건조한 상황으로 금리 인하가 마무리되는 26년부터 북미 시장에서 건기 수요 반등이 나타날 것으로 기대한다. 2Q25부터 시작된 유럽, 아프리카 지역의 수요 개선 기조가 지속될 것으로 전망하고 26년부터 미국의 수요 반등을 기대하며 글로벌 전반적인 지역에서 건기 수출 성장세가 나타날 것으로 판단한다.

주요국의 인프라 투자 확대에 따른 유럽 지역의 건기 수요 반등

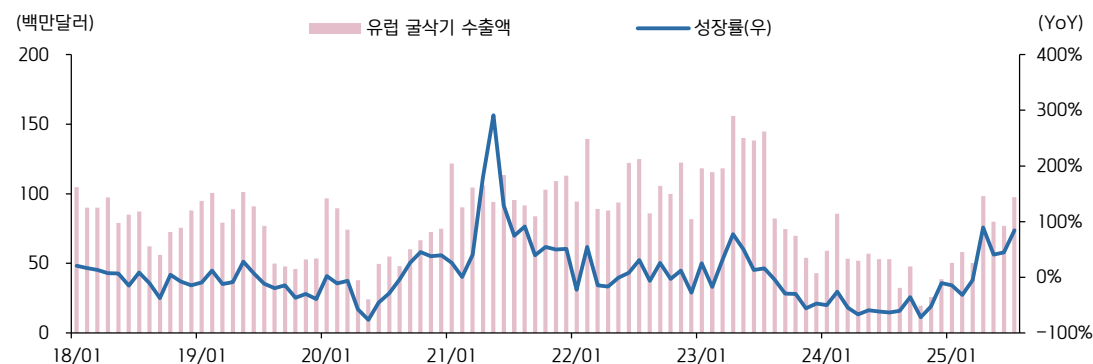
2H23부터 24년까지 유럽 지역은 주요 국가의 경제 침체의 영향으로 건설 산업이 부진하며 굴삭기 수출의 감소세가 이어졌다. 코로나19 이후 급격한 인플레이션의 영향에 따른 자재비 등 원가 상승과 숙련 인력 부족으로 인프라 프로젝트의 지연과 주택 사업의 축소가 발생하며 건기 수요 침체가 지속된 것으로 파악된다. 물가 상승률 억제를 위해 고금리 기조가 유지된 점도 잠재적인 주택 수요 위축으로 이어졌다. 이에 유럽 지역의 건설 활동 부진이 지속되었고 수주잔고도 감소세가 나타났다.

ECB는 23년 9월부터 올해 6월까지 금리 인하를 단행하였다. 이에 기준 금리는 4%에서 최근 2%p 감소한 2%까지 낮아졌다. 금리 인하의 효과로 유럽 지역의 경제 성장률은 23년 0.8%, 24년 0.9%, 25년 전망치 1.5%, 26년 전망치 1.8%로 점진적인 회복세가 나타나고 있다. 올해 들어 스페인, 체코, 네덜란드, 포르투갈 등 여러 국가에서 뚜렷한 성장세가 확인되고 독일, 이탈리아, 프랑스 등 주요 국가들도 회복세가 이어지고 있다.

유럽 지역의 경제 회복이 본격화되며 독일, 스페인, 프랑스, 네덜란드 등 주요 국가의 인프라 투자가 활성화되고 있고 스페인의 경우 주택 시장에서도 큰 폭의 개선세가 나타나고 있다. 유럽 지역의 건기 수요도 가파른 개선세가 나타나며 올해 4월부터 굴삭기 수출이 성장세로 돌아섰다. 25년 1월부터 7월까지 누적 수출액은 약 5.1억달러로 전년 동기 대비 27% 성장하였다.

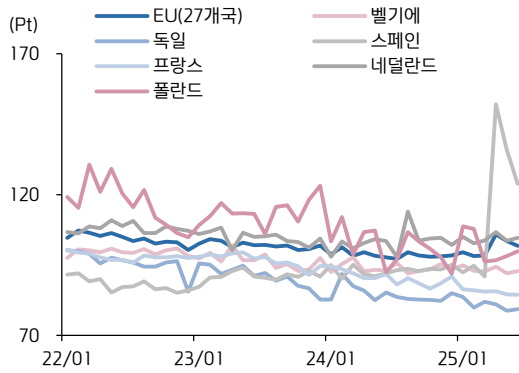
유럽 지역의 경제 회복세가 지속될 것으로 전망하며 낮아진 금리의 영향으로 전반적인 지역에서 주택 시장이 활성화될 것으로 기대한다. 또한, 최근 유럽 지역은 국가 간 해저 전력망 구축 등 핵심 인프라 사업을 진행하고 있고 철도, 에너지 파이프 라인 등 다양한 기반 사업에도 투자가 늘어나고 있어 향후 인프라 투자는 더욱 확대될 것으로 판단한다. **유럽 내 인프라/주택 등 건설 활동 증가의 영향으로 건기 수요는 본격적인 성장 사이클에 진입할 것으로 전망한다.**

유럽 굴삭기 수출 반등 시작



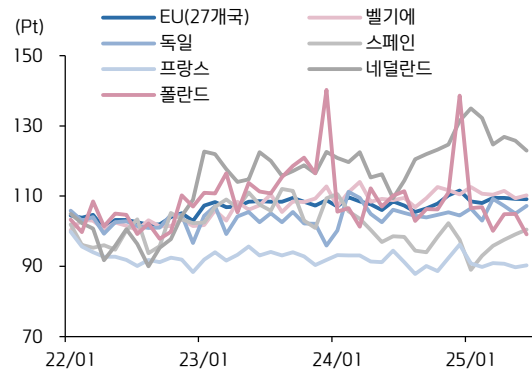
자료: Trass, 키움증권 리서치센터

유럽 주요 국가 건축 생산지수 추이



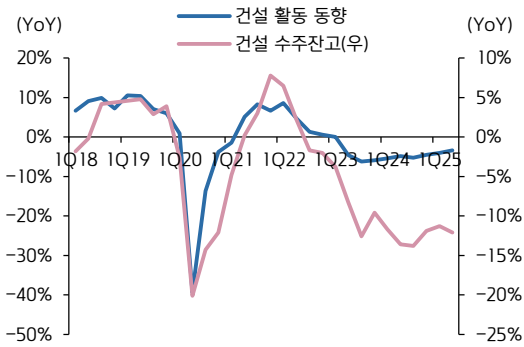
자료: Eurostat, 키움증권 리서치센터
주) 2021=100

유럽 주요 국가 인프라 생산지수 추이



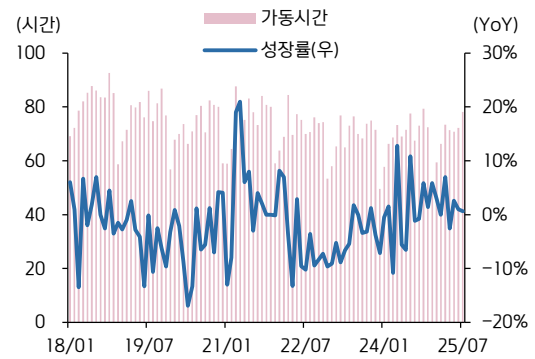
자료: Eurostat, 키움증권 리서치센터
주) 2021=100

유로존 건설 활동 동향 및 수주잔고 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

유럽 굴삭기 월간 평균 가동시간



자료: Komatsu, 키움증권 리서치센터

유럽 지역의 주요 인프라 투자 사례

분야	프로젝트	국가	추정 규모	내용	예상 완공 시기
철도	Porto-Oiã	포르투갈	90억유로	리스본-포르투 고속철 구간 시간을 3시간에서 1시간으로 단축	2030
	Fehmarnbelt	독일, 덴마크	74억유로	침매터널, 철도, 고속도로를 포함하여 함부르크-코펜하겐 연결 시간 4.5시간에서 2.5시간으로 단축 스칸디나비아와 중부 유럽 연결 강화	2029
	Rail Baltica	에스토니아, 라트비아, 리투아니아	40억유로	발트 3국 수도 연결, 바르샤바와 TEN-T 네트워크 연계	2030
	Brenner Base Tunnel	이탈리아, 오스트리아	87억유로	알프스 하부를 관통하는 64km 기저터널. 북유럽-이탈리아 간 화물 철도 흐름을 5시간에서 3시간으로 단축	2032
	Lyon-Turin	프랑스, 이탈리아	260억유로	알프스 횡단 기저터널. 리옹-토리노 연결	2033
전력망	NeuConnect Interconnector	영국, 독일	28억유로	영국 독일 간 직접 전력 교환(1.4GW)	2028
	Celtic Interconnector	아일랜드, 프랑스	16억유로	아일랜드-프랑스 최초 전력 연결	2028
	Biscay Gulf Interconnector	스페인, 프랑스	58억유로	프랑스와 스페인 간 송전 용량을 5,000MW로 2배 확대	2028
	SuedLink	독일	100억유로	북부 풍력 발전 전력을 남부 바이에른 등 산업 지대로 송전(4GW)	2028
	SuedOstLink	독일	50억유로	동북부에서 남부까지 2GW 재생에너지 수송	2028
수소/가스	H2Med (BarMar, CelZa)	프랑스, 스페인, 포르투갈	36억유로	유럽 최초 국제 수소 파이프라인 구축. 연간 200만톤 그린 수소 수송	2030
	Hydrogen Core Network (HCN)	독일	189억유로	9,000km 국가 수소망. 기존 천연가스관 전환 및 신규 배관 구축	2032
지하철	Grand Paris Express	프랑스	420억유로	파리 수도권에 200km 신규 지하철 건설	2026~2031

자료: CEF, 언론보도, 기후증권 리서치센터

신흥자원국의 광산 개발 수요 확대에 따른 중/대형 건기 수요 성장세 지속 전망

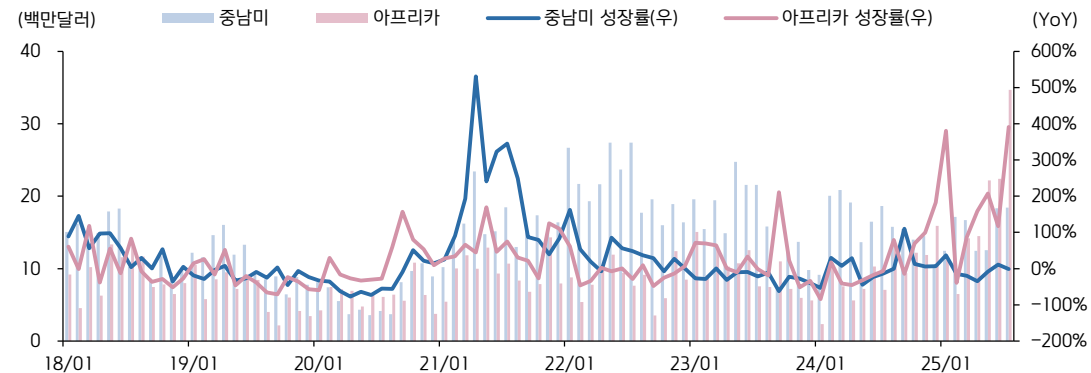
신흥 지역에서 주요 자원국의 광산 개발이 확대되며 중/대형 건기 수요가 큰 폭으로 성장하고 있다. 최근 러-우 전쟁 이후 국제 분쟁이 잦아지면서 안전자산에 대한 선호도가 상승하며 금/은 가격 상승세가 지속되고 있다. 글로벌 각 국가의 중앙은행 금 매입도 꾸준히 늘어나고 있어 금 가격 상승세는 장기화될 것으로 전망된다. 구리, 알루미늄 등 기초 광물 가격도 견조한 수준에서 유지되고 있고 달러 강세 현상 약화에 따른 자원국의 구매력 회복으로 광산 개발 확대 기조는 유지될 것으로 판단한다.

주요 자원국들의 광산 개발 확대에 힘입어 신흥 지역에서 건기 수출 성장세가 나타나고 있다. 특히, 아프리카 지역으로 수출이 급증하고 있는 것으로 파악된다. 아프리카향 굴삭기 수출은 지난해 하반기부터 점차 증가하기 시작하여 올해 연초부터 큰 폭의 증가세가 나타나고 있다. 올해 1~7월 누적 수출액은 약 1.2억달러로 전년 동기 대비 147% 급증하였다. 중남미나 아시아 일부 국가 역시 견조한 성장세가 유지되고 있다.

23년부터 HD현대 건기 그룹은 아프리카 지역의 판매량 확대를 위해 딜러망 추가 발굴 및 네트워크 개선 등 전략적으로 육성에 집중하였다. 이에 아프리카 지역에서 HD현대 건기 그룹의 점유율은 30% 수준으로 확대된 것으로 추정한다. HD현대인프라코어는 ‘디벨론(Develon)’ 브랜드를 앞세워 아프리카 주요 거점에 지사를 설립하고 신규 딜러와 공급 계약을 체결하였다. 올해 에티오피아에 100대 규모의 대형 굴착기를 판매하며 판매 네트워크 강화의 효과가 나타나고 있다. HD현대건설기계 역시도 동/서아프리카 지역에서 신규 딜러 육성에 투자를 하며 지난해 수단에서 60대 규모의 굴착기 공급을 시작하며 시장 재진입에 성공하였다.

올해 글로벌 광산 개발 프로젝트 규모는 약 4,319억달러로 아프리카는 이 중에서 약 287억달러, 6.7% 비중을 차지하고 있다. 미국, 캐나다, 남미가 전체의 68.4%를 차지하는 점을 감안하면 단일 지역으로는 높은 수준이다. 또한, 최근 금광 개발 사업이 확대되고 있는 상황에서 남아프리카 공화국은 금 매장량이 5,000톤으로 글로벌 3위에 해당한다. 앞으로도 아프리카 지역 광산 개발 확대 기조는 유지될 것으로 전망한다. **HD현대 그룹의 전략적인 신규 딜러 발굴, 판매 네트워크 강화 등을 통해 신흥 자원국에서 중/대형 제품 판매량이 확대되며 제품 믹스 개선에 기여할 것으로 전망한다.**

아프리카 지역에서 광산 개발 확대에 따른 굴삭기 수출 고성장세



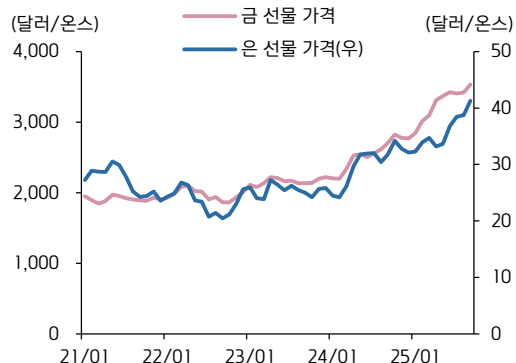
자료: Trass, 키움증권 리서치센터

아프리카 건설기계 딜러망 발굴 및 판매 현황

기업	연도	국가/권역	내용
HD현대건설기계	2024	서아프리카 7개국	서아프리카 7개국 판매를 총괄하는 광역 딜러 신규 계약 체결
	2024	수단, 에티오피아 등	남수단, 에티오피아, 기타 동아프리카 지역에서 신규 딜러 계약 체결 수단은 내전 이후 시장 재진입 성공하며 60대 공급 계약 체결
HD현대인프라코어	2023	가나	가나 아크라에 서아프리카 지사 설립, 서/중앙 아프리카 고객 및 딜러 네트워크 확대 목적
	2024	모리타니	모리타니에서 신규 딜러 계약 체결. 인접 국가(말리/세네갈) 영업망 강화
	2024	동아프리카	동아프리카 주요국(케냐/우간다/탄자니아/콩고)를 담당하는 신규 딜러 (car&general)와 계약 체결
	2025	에티오피아	에티오피아와 대형 굴착기 100대 대규모 계약 체결
	2025	가나	가나에서 신규 딜러(Nesstra Ghana) 계약 체결

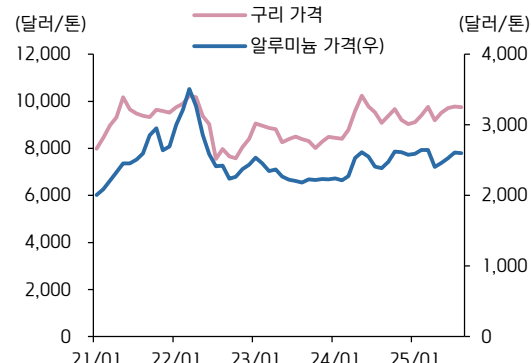
자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

금/은 선물 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

기초 광물 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러 인덱스 추이

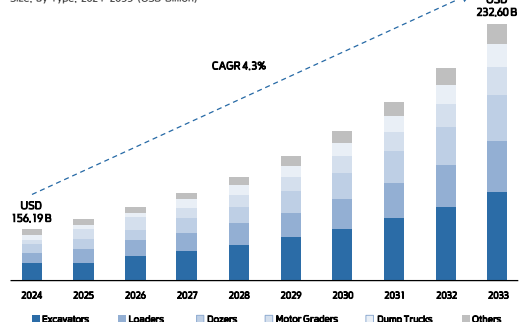


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

글로벌 광물 장비 시장 전망

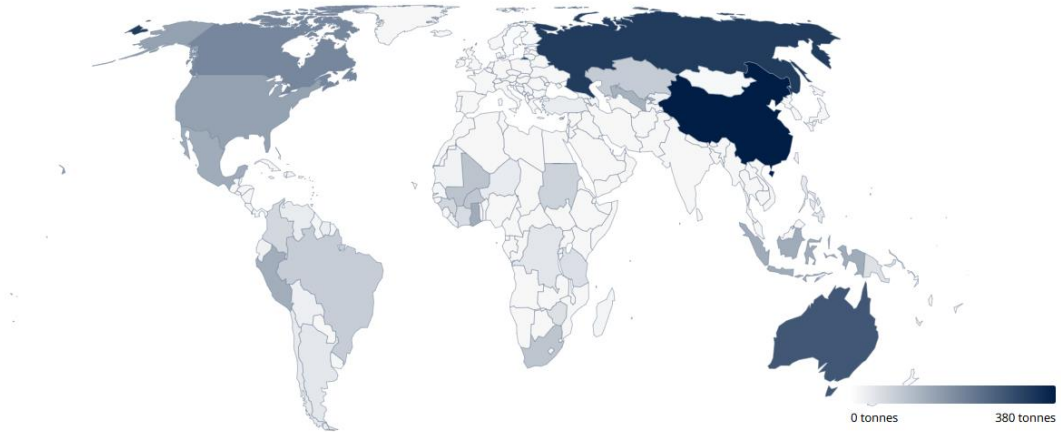
Mining Equipment Market Forecast

Size, by Type, 2024-2033 (USD Billion)



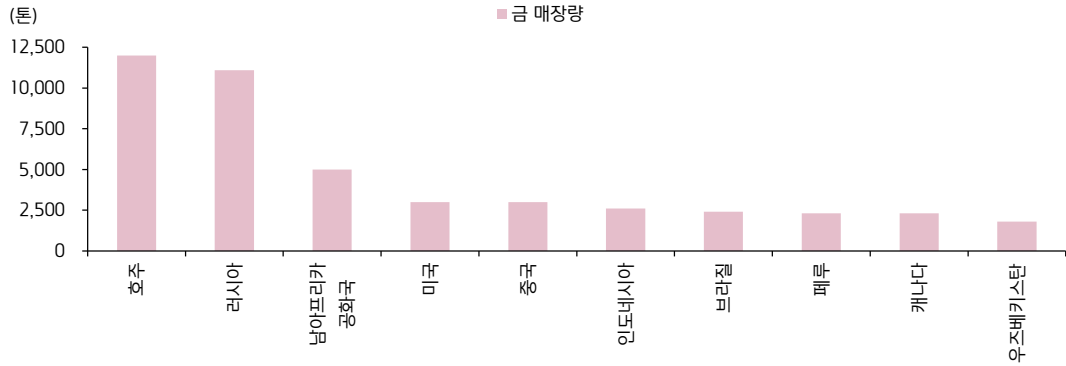
자료: IMARC, 키움증권 리서치센터

2024년 연간 기준 글로벌 금 생산 분포



자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터

2024년 기준 국가별 금 매장량 순위



자료: U.S. Geological Survey, 키움증권 리서치센터

중국의 인프라 투자 지속 및 해외 개발 사업 확대에 따른 건기 시장 회복 흐름 유지

중국은 재정 확대 정책 기조로 중앙 및 지방 정부의 인프라 투자가 지속되고 있고, 중국 건설사들의 해외 개발 사업이 늘어나는 동안 동반 수출 수혜가 나타나며 점진적인 판매량 회복세가 지속되고 있다. 올해 7월까지 중국 시장 전체 누적 판매량은 약 73,000대로 전년 동기 대비 22.3% 성장하였다. HD현대 양사의 판매량은 약 3,200대로 전년 동기 대비 33.9% 성장하며 시장 성장을 초과하는 성장세가 나타나고 있다.

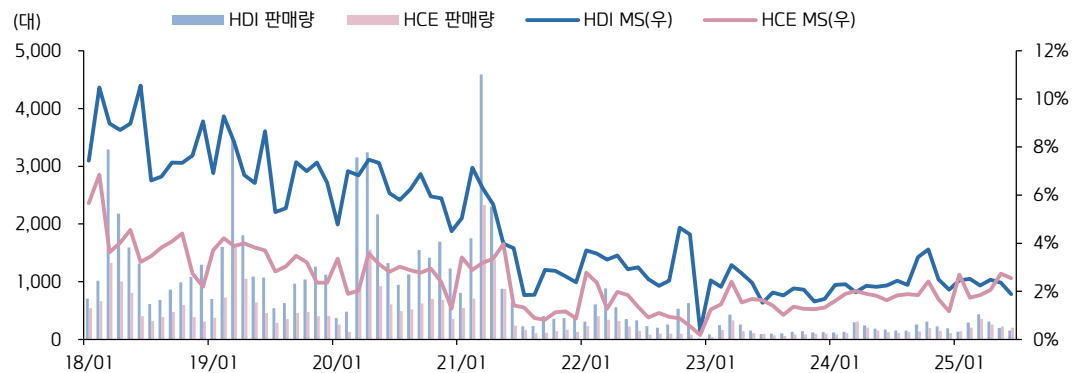
앞으로도 중국의 인프라 투자 기조 유지와 해외 건설 사업 확대에 따른 건설장비 시장의 회복세는 지속될 것으로 전망한다. 다만, 중국 건설장비 시장의 추가적인 성장을 위해서는 부동산 시장의 회복이 필요하다. 지난 20~21년 중국 주택 시장의 가파른 성장세에 건설업 호황이 나타나며 건설장비 시장의 연간 판매량은 약 30만대 규모까지 확대되었다. 최근 중국의 건설 장비 시장은 약 10만대 수준의 판매량을 기록하고 있어 과거 고점 대비 60~70% 위축되어 있다.

21년 이후 중국의 부동산 시장은 장기 침체를 겪고 있다. 주택 공급 과잉과 부채 규제 등으로 주요 건설사 부도 등이 맞물리며 부동산 시장의 수요가 큰 폭으로 위축되었다. 이에 주택 가격 하락세가 장기화되고, 주요 도시의 부동산 재고 소진 기간도 과거 호황기에 비해 2~3배 길어진 상황이다.

올해 들어 중국 정부는 부동산 시장 활성화를 위해 금리 인하 및 부동산 규제 완화 등을 추진하고 있다. 지난 5월 중국인민은행은 주택담보대출 기준 역할을 하는 5년물 LPR을 3.6%에서 3.5%로 0.1%p 인하하였다. 지난 8월에는 대도시 보유 주택 수 제한 규제 및 대출 한도를 완화하는 내용을 발표하였다. 또한, 지방 정부 주도로 팔리지 않는 주택 재고를 흡수하고 사회 주택으로 전환하는 도시 재개발 정책을 추진하고 있다.

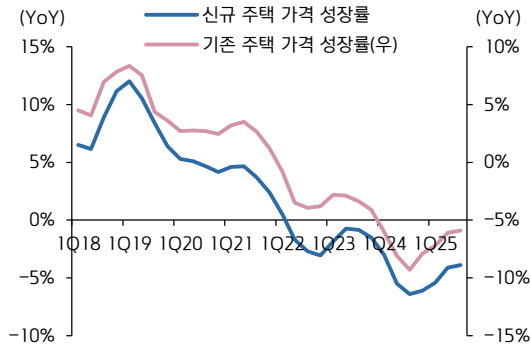
중국 정부의 부동산 시장 활성화 정책에 힘입어 2Q25부터 중국의 신규 및 기존 주택의 가격 감소세가 둔화되는 것으로 파악된다. 다만, 여전히 주요 도시의 주택 재고는 과거 대비 2~3배 늘어난 수준을 유지하고 있어 부동산 시장 회복이 쉽지는 않을 것으로 전망한다. 금리 인하의 영향으로 중국의 현금 유동성이 증가하고 있고, 정부의 부동산 활성화를 위한 추가적인 정책이 나온다면 부동산 시장도 회복세로 돌아설 수 있을 것으로 전망한다.

중국 굴삭기 판매량은 회복세 유지



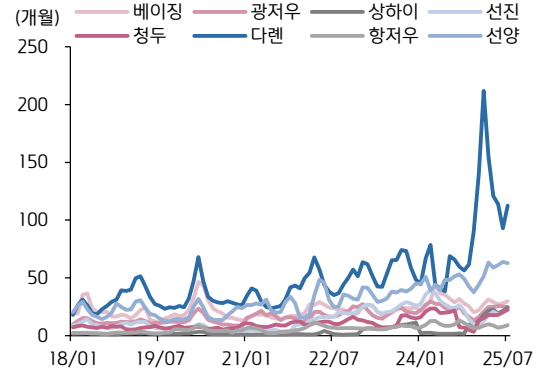
자료: HD현대사이트솔루션, 키움증권 리서치센터

중국 신규 및 기존 주택 가격 성장률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 주요 도시 부동산 재고 소진율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 GDP 성장률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 M2 증가율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

>>> 올해는 부진하지만 내년은 수요 개선이 기대되는 북미

올해 북미 지역은 매크로 불확실성에 건기 수요 부진 지속될 것

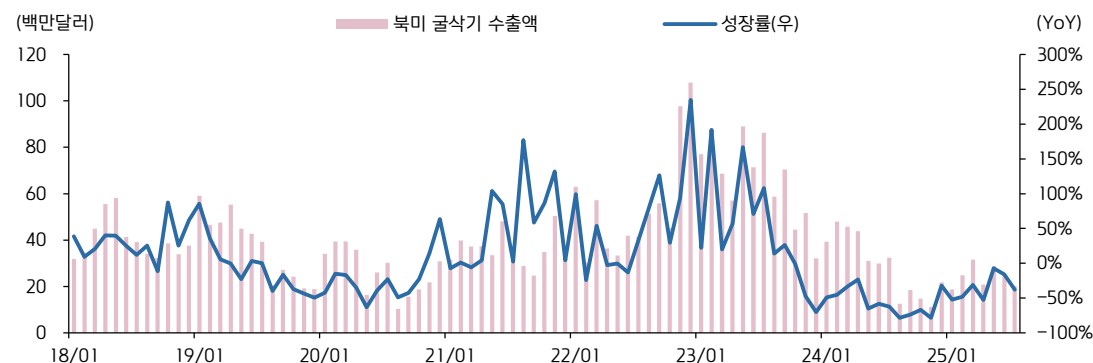
상반기 북미 지역은 관세와 금리 인하 지연에 따른 불확실성 확대로 건설장비 수요가 부진한 흐름을 보였다. 관세 영향으로 일부 인프라 및 건설 사업들은 원가 변동성에 대한 우려가 심화되며 프로젝트 개시를 지연하고 있다. 또한, 올해 예상된 금리 인하 시기가 지연되고 있는 점도 주요 고객사들이 발주 관망세를 유지하고 있는 주요한 이유로 추정된다. 고금리 기조 장기화로 주택 시장의 수요 침체도 장기화되고 있다. 이에 올해 미국의 건설 지출은 주거용과 비주거용 모두 둔화세가 나타나고 있다.

북미 굴삭기 수출은 24년 하반기부터 큰 폭으로 감소하고 있다. 올해 7월까지 누적 수출액은 약 1.7억달러로 전년 동기 대비 37.1% 대폭 감소하였다. 과거 5개년 평균 대비해서는 46.7% 감소하며 부진한 상황이다. 올해 하반기에도 관세 및 금리 인하에 대한 불확실성이 지속될 것으로 예상되어 수출 부진이 이어질 것으로 판단한다.

이에 국내 건기 3사의 북미 매출도 23년 이후로 감소세가 지속되고 있다. 두산바캬, HD현대인프라코어, HD현대건설기계의 1H25 북미 지역 매출은 전년 동기 대비 각각 9.3%, 18.5%, 9.5% 감소하였다. 매출 비중도 24년 대비 각각 1.2%p, 1.5%p, 2.9%p 감소하였다. 상대적으로 북미 지역의 이익 기여도가 높은 두산바캬의 경우 올해 실적 부진이 불가피할 것으로 판단한다. HD현대양사는 북미 지역의 실적 부진에도 불구하고 북미 외 지역에서 수출 성장세가 나타나고 있어 건기 사업부의 턴어라운드가 예상된다.

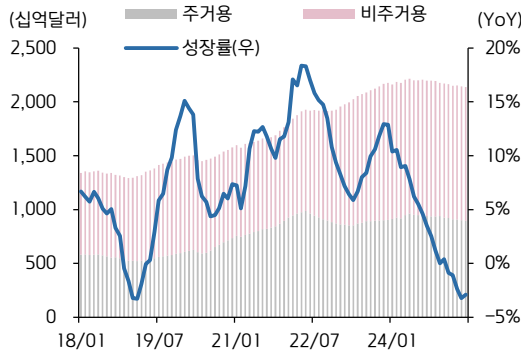
다만, 국내외 업체들이 지난해부터 올해 상반기까지 프로모션 비용 지출을 확대하며 딜러의 재고를 선제적으로 조정한 점은 긍정적이다. 업체별로 차이는 있지만 올해 상반기 기준으로 딜러 재고는 전년 동기 대비 10~20% 정도 감소하며 4~6개월 정도의 건전성을 유지하고 있는 것으로 파악된다. 일반적으로 건설장비 시장에서 딜러의 재고가 6개월 미만이면 정상적인 수준으로 판단한다. 향후 북미 지역의 건설장비 수요 반등 시 신규 주문 확대에 힘입어 빠르게 매출 성장세로 이어질 것으로 전망한다.

북미 지역 건기 수요 정체에 굴삭기 수출 부진



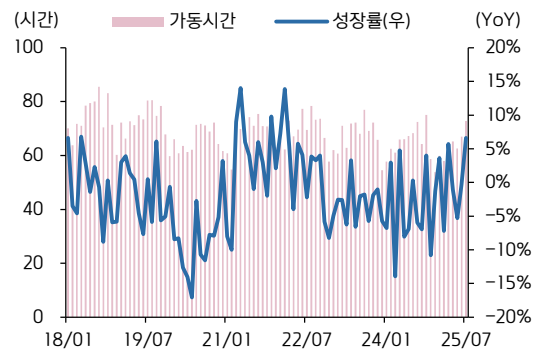
자료: Trass, 키움증권 리서치센터

미국 건설 지출 추이



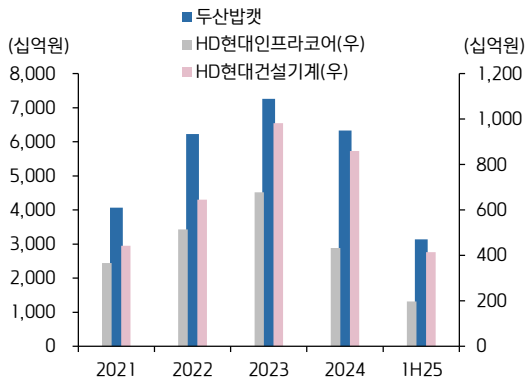
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

북미 굴삭기 월간 평균 가동시간



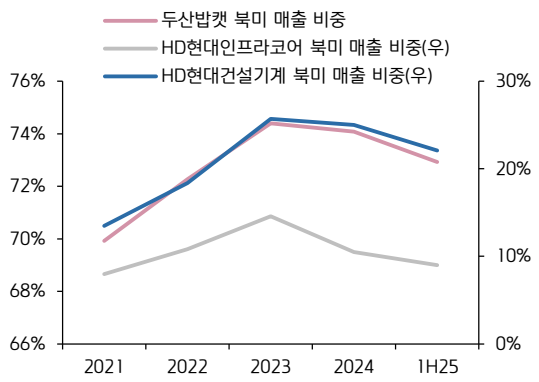
자료: Komatsu, 언론보도, 키움증권 리서치센터

국내 건기 3사 북미 매출 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터
주) HD현대인프라코어는 엔진 사업부 포함

국내 건기 3사 북미 매출 비중 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터
주) HD현대인프라코어는 엔진 사업부 포함

26년부터 북미 시장 건기 수요 반등 기대

올해 북미 지역 건설장비 수요를 억누르던 관세와 금리 인하 관련된 불확실성이 내년부터 해소될 것으로 예상하며 건설장비 수요 반등이 나타날 것으로 전망한다. 또한, 트럼프 정부의 집권 2년차를 맞아 인프라 투자와 주택 공급 확대 등 대선 공약이 본격적으로 시행되며 북미 건설 시장의 성장세를 이끌 것으로 판단한다. 올해 북미 지역의 주요 고객사는 관세 부과에 따른 비용 변동성과 금리 인하 마무리를 기다리며 관망세를 유지 중이다. 내년에는 관세 협상이 마무리되며 비용에 대한 예측 가능성이 높아지고 금리 인하도 마무리되어 본격적인 신규 주문이 나타날 것으로 판단한다. 인프라 투자 확대, 리쇼어링 기조 지속, 금리 인하에 따른 주택 시장 활성화, 정부의 정책 지원 등이 건설장비 수요 반등을 뒷받침 해줄 것으로 기대한다.

인프라 부문은 정부의 정책 지원에 힘입어 투자 확대가 나타날 것으로 예상한다. 트럼프는 대선 공약으로 정부의 유희 부지를 활용한 10곳의 자유 도시 건설, 노후 도심 재개발 등 대규모 토건 사업 추진, 에너지 프로젝트에 대한 규제 완화로 투자 촉진을 언급했다. 당선 이후 3월과 7월 두 차례의 행정 명령을 통해 인프라 정책에 대한 재검토와 에너지 사업에 대한 환경 영향 평가 간소화 등 규제 완화를 지시하였다. 미국 내 인프라 프로젝트 추진 가속화를 위한 기반 환경이 마련되고 있어 내년부터는 인프라 투자가 확대될 것으로 전망한다. ASCE(American Society of Civil Engineers)에 따르면 24년 수준의 인프라 투자가 유지된다고 가정할 시 24~33년까지 인프라 투자는 약 3.7조달러가 더 필요할 것으로 추정한다.

또한, 트럼프 정부의 외교 정책 기조를 감안할 때 주요 글로벌 기업들의 미국 내 투자가 증가하면서 제조업 건설 지출이 증가할 것으로 예상된다. 올해 진행된 여러 국가와의 상호 관세 협상 과정에서 유럽, 일본, 한국 등 다양한 국가가 미국 내 대규모 투자를 약속하였다. 투자 방식과 대상 등이 구체화되는 내년부터는 신규 사업들이 확대되며 미국 내 제조업 건설 지출이 증가할 것으로 전망한다.

금리 인하가 마무리되는 내년부터 주택 시장도 본격적으로 활성화될 것으로 기대한다. 미국의 30년 주택담보대출 금리가 여전히 높은 수준인 6% 이상을 유지하고 있지만 점진적인 하락세를 보이고 있다. 올해 미국의 신규 및 기존 주택의 거래는 정체되어 있지만 잠재적인 주택 구매 수요가 사라진 것은 아니다. 또한, 정부에서도 주택 공급을 확대하기 위한 정책을 고민 중이다. 올해 초 연방 전부의 토지를 활용해 주택 공급을 확대하는 방안을 논의하고 있다. 최근에는 스콧 베센트 재무장관이 가을 국가적 주택 비상사태 선포에 대한 가능성이 있다는 언급을 하였다. 트럼프 정부 내에서도 부동산 시장 활성화를 위한 고민을 하고 있어 수요 촉진을 위한 정책 지원이 뒷받침될 것으로 기대한다.

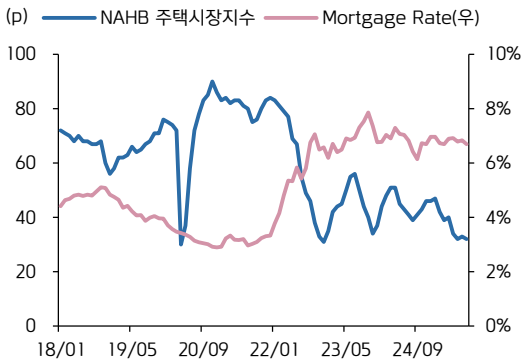
올해 8월 철강 품목 관세 확대의 영향으로 국내외 건설기계 업체들의 관세 부담이 확대되었다. 이에 국내외 업체들은 미국 내 건설장비 판가 인상을 통해 관세 비용 일부를 해소할 계획이다. 다만, 판가 인상을 위해서 북미 시장의 건설장비 수요 개선이 필요할 것으로 판단한다. 북미 시장의 수요 개선 속도를 감안하여 내년 초 판가 인상 가능성이 높을 것으로 전망한다. 국내 건기 3사의 경우도 내년부터 판가 인상과 수출 확대를 통해 북미 시장 수익성 개선이 기대된다.

트럼프 정부의 인프라 및 주택 시장 관련 공약과 이행 내역

구분	인프라	주택
대선 공약	전국에 10곳의 '자유도시' (Freedom City) 건설 노후화된 도심 재개발, 공원 및 편의시설 개선 등 토건 사업 추진 미국 중심의 공급망 재편으로 '리쇼어링' 가속화 에너지 인프라 프로젝트에 대한 즉각 승인 발급	더 많은 주택 공급을 위한 연방 토지 개방 토지이용-구역(zoning) 규제, 환경 및 인허가 규제 등 각종 규제 대폭 축소 저소득층 주거 개발의 교외 지역 확산 저지
당선 이후 공약 이행 및 행정 명령	25.3.19 Achieving Efficiency Through State and Local Preparedness 서명 - 국가안보보좌관(APNSA)은 모든 중요 인프라 정책을 검토 하고 필요한 개정, 폐지, 대체 사항을 대통령에게 권고 25.7.23 Accelerating Federal Permitting of Data Center Infrastructure 서명 - AI 데이터센터와 이를 뒷받침하는 인프라(송전, 발전, 기타 장비 등) 포함, 연방 정부 소유 토지와 자원을 활용해 개발 가속화 - 환경 영향 평가 등 각종 인허가 절차 간소화	주택 개발이 가능한 연방 토지를 선별 하기 위한 합동 TF 출범 25.9.1 주택 가격 상승과 공급 문제 해결을 위해 국 가적 주택 비상상태 선포 가능성에 대해 언급

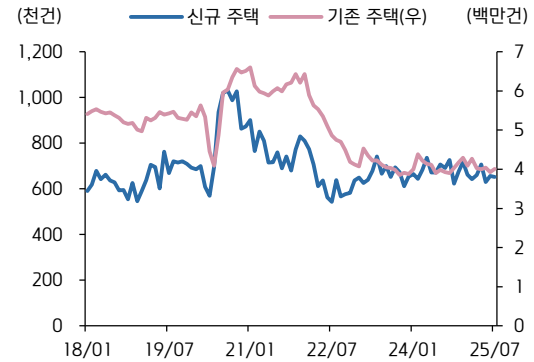
자료: 백악관, 언론보도, 키움증권 리서치센터

미국 NAHB 주택시장지수 및 모기지 금리 추이



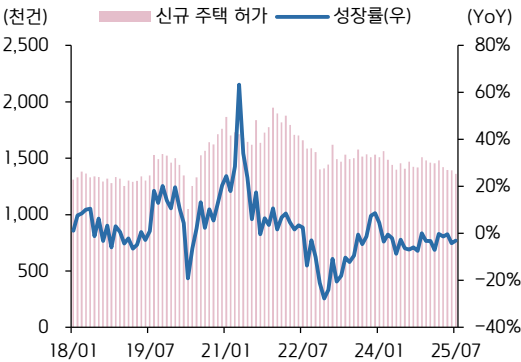
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 신규 및 기존 주택 판매 추이



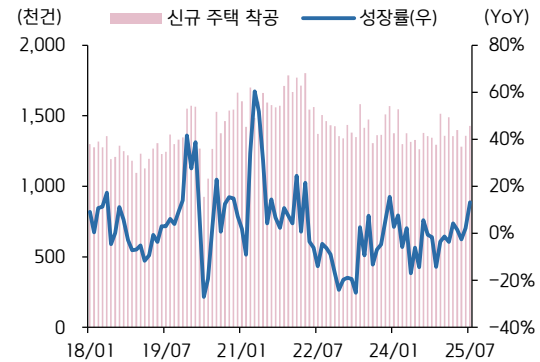
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 신규 주택 건축 허가 추이



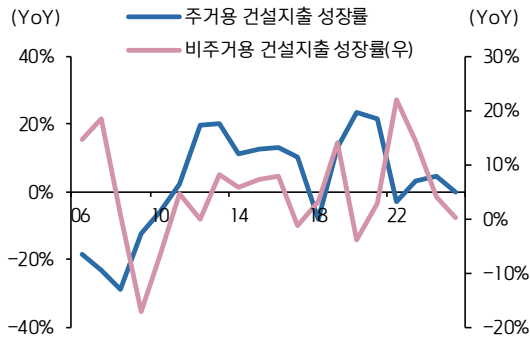
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 신규 주택 착공 추이



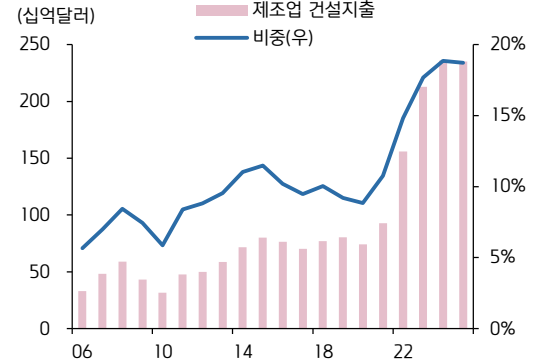
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 주거용/비주거용 건설지출 성장률 추이



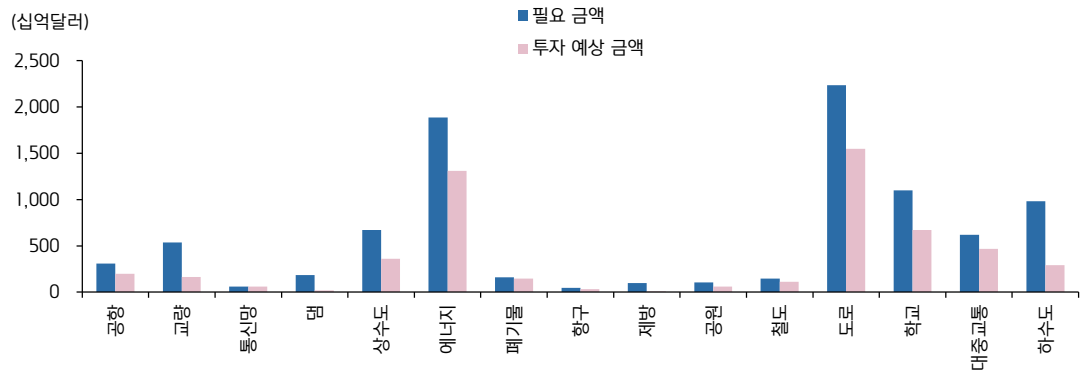
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 제조업 건설지출 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

'24~'33년까지 전 부문에서 더 많은 인프라 투자가 필요



자료: ASCE, 키움증권 리서치센터

주)투자 예상 금액은 24년 수준의 인프라 투자가 유지되는 것을 가정

III. 엔진 사업의 구조적인 수혜 예상

>>> 북미 데이터센터 확대에 비상 발전용 가스 엔진 수출 고성장

AI 데이터센터 확대에 따른 전력 수요 증가로 발전용 엔진 수혜

최근 AI 중심의 기술 투자가 미국 GDP의 6% 이상을 차지하고 있다는 보도가 있었다. AI 기술을 중심으로 하드웨어/소프트웨어, 데이터센터 등에 대한 투자가 급증하며 2Q25 GDP 성장률에 0.8%p 기여한 것으로 추정된다. M7 등 미국의 빅테크 업체들은 AI 기술이 사회 전반에 도입되는 과정에서 AI 데이터센터에 대한 투자가 확대될 것이라고 언급하고 있다. 가장 대표적인 AI 기술인 ChatGPT와 같은 생성형 AI 서비스에는 고성능 연산 작업이 필요하기 때문에 기존 데이터센터로는 대응이 어려워 AI 데이터센터의 필요성이 증가하고 있기 때문이다.

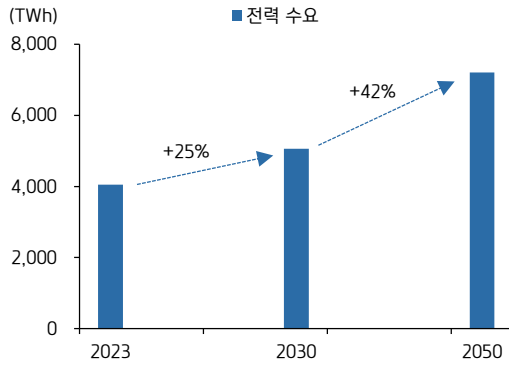
AI 데이터센터는 일반적인 데이터센터 대비 소모 전력이 10배 이상 증가하는 것으로 파악된다. 이에 AI 데이터센터 투자가 확대되고 있는 미국은 향후 수십 년간 전력 수요가 급증할 것으로 전망한다. 2030년 미국의 전체 전력 수요는 23년 대비 25% 가까이 고성장이 예상된다. 데이터센터가 소모하는 전력은 같은 기간 4배 이상 급증하며 전체 전력 수요에서 차지하는 비중도 3.7%에서 11.7%로 8%p 확대될 것으로 전망한다.

AI 데이터센터를 확대하기 위해서 안정적인 전력 공급 확보가 중요하다. 데이터센터를 건설할 때 안정적인 전력 공급을 위한 전력망 인프라를 구축하기 위해 필수적으로 비상용 발전기를 설치한다. 비상용 발전기를 사용해야 하는 이유는 1) 전력 공급 중단 시 즉각 대응 및 피해 차단 2) 운영 규제 준수 3) 부하 대응 시 안정성을 확보하기 위해서이다.

예기치 못한 정전이 발생할 시 비상용 발전기를 활용하여 즉각적인 전력 공급이 가능하다. 데이터센터의 갑작스런 서비스 중단은 신뢰성 손실로 이어질 수 있고 데이터 손상 시 추가적인 비용이 발생할 가능성이 높다. 비상용 발전기를 사용하면 예상 못한 전력 공급 중단에도 원활한 서비스를 제공할 수 있다. 또한, 데이터센터는 정전 시 급격한 온도 상승으로 서버 등 하드웨어에 손상이 발생할 수 있다. 비상용 발전기는 냉각 시스템 작동 유지에도 도움을 줄 수 있어 데이터센터 운영에 안정성을 높여 준다.

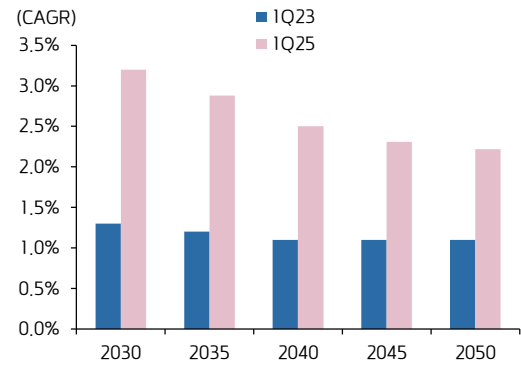
데이터센터는 가동 시간과 관련된 ISO 27001과 같은 엄격한 산업 표준 및 규정을 준수해야 한다. 특히, 99.999% 가동 시간을 의미하는 '파이브 나인(Five nines)' 신뢰성을 유지할 필요가 있다. 데이터센터의 24/7 가동을 위해서 만약의 경우를 대비하는 비상용 발전기는 필수적인 인프라이기 때문에 데이터센터의 확대와 동시에 비상용 발전기도 구조적으로 도입이 늘어날 수 밖에 없다.

미국 전력 수요 전망



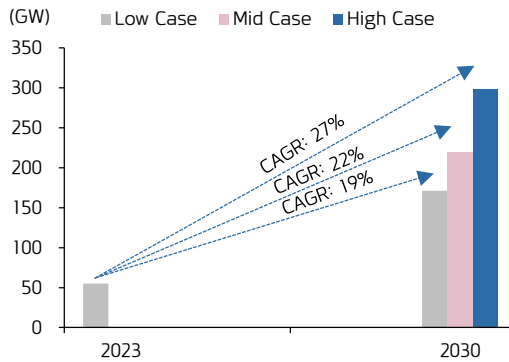
자료: EIA, ICF, 키움증권 리서치센터

'23년과 '25년의 전력 수요 성장률 전망치 변화



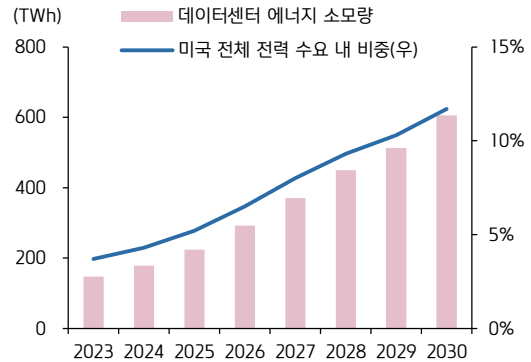
자료: ICF, 키움증권 리서치센터

글로벌 데이터센터 전력 수요 전망



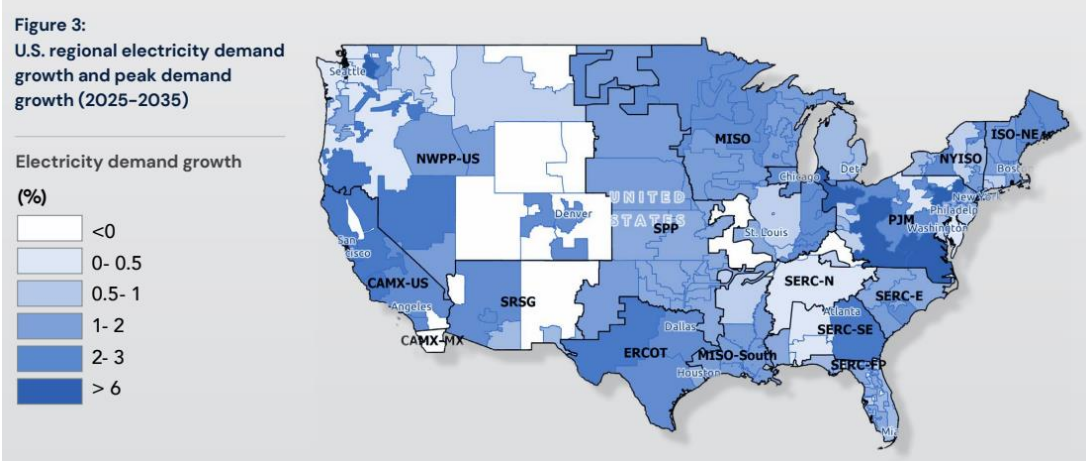
자료: GS, 키움증권 리서치센터

미국 데이터센터 전력 수요 전망



자료: McKinsey & Company, 키움증권 리서치센터

'25~'35 미국의 지역별 전력 수요 성장률 전망



자료: ICF, 키움증권 리서치센터

데이터센터의 비상용 발전기 설치에 주로 고려하는 사항들은 1) 용량 및 부하 2) 이중화 시스템 3) 연료 유형 등이 있다. 비상용 발전기는 데이터센터의 전력 수요를 감당할 수 있는 적절한 용량을 제공할 수 있어야 한다. 또한, 이중화 시스템을 통해 발전기 하나에 문제가 발생하더라도 다른 발전기로 대체 할 수 있도록 N+1 또는 2N 구성으로 안정성을 높여준다. N+1 구성은 필요한 것 이외에 발전기를 하나 더 추가 설치하는 경우이고 2N 구성은 2개의 같은 시스템을 설치하는 것을 의미한다.

데이터센터의 비상용 발전기의 연료로 가장 많이 사용하는 것은 디젤이다. 다만, 최근에는 환경 규제 준수 및 장시간 운영에 강점이 있는 천연 가스의 설치 비중이 늘어나고 있다. 디젤의 경우 시동 시간이 매우 빨라 유사시 즉각적인 전력 공급이 필요한 비상용 발전기에 적합하다. 또한, 다른 연료 대비 출력 밀도도 높아 대용량 전력 공급이 가능하다는 장점도 존재한다. 다만, 질소산화물(NOx), 황산화물(SOx), CO₂ 등 유해 가스가 배출되어 환경 규제에 대한 부담과 소음이 심하다는 단점이 있다. 실제로 올해 6월 미국 내 데이터센터가 밀집해 있는 버지니아의 경우 소음과 대기 오염 문제로 주민과 환경 단체의 반발이 있었다.

반면, 천연 가스의 경우 디젤 대비 질소산화물(NOx) 배출이 거의 없고 CO₂ 배출도 20~30% 적어 친환경 연료로 주목을 받고 있다. 또한, 천연 가스는 파이프라인을 통해 연료를 공급 받기 때문에 장시간 운영에 적합하다는 장점이 있다. 가스 파이프라인과 연결이 필요하여 초기 설치 비용이 발생하지만 독립 연료 저장 탱크가 필요 없고 안정적인 연료 공급이 가능해 장시간 운영 시 오히려 비용이 상대적으로 저렴하다. 이에 디젤 대비 시동 시간이 느리고 출력 밀도가 낮다는 단점에도 불구하고 최근에는 데이터센터의 유해 가스 배출 규제 강화로 천연 가스 연료 또는 디젤과 가스를 혼용하여 사용하는 비상용 발전기의 설치가 증가하고 있다.

데이터센터용 비상 발전 엔진 연료 비교

구분	디젤 엔진	가스 엔진
가동 속도	시동 시간 매우 빠름. 즉각적인 전력 공급 가능	시동 시간 느림. 순간 대체 전원으로 제약
출력 밀도	높음, 대용량에 적합	낮음, 중소용량에 적합
연료 공급	연료 저장 탱크 필요	파이프라인 연결 필요, 장시간 운영에 적합
환경 영향	CO ₂ , 소음 등으로 환경 규제 강화 시 부담	디젤 대비 CO ₂ 배출 20~30% 저감 가능
비용	국제 유가 변동성에 따라 운영비 영향	지역에 따라 초기 설치 비용이 발생하지만 장시간 전력 공급이 필요한 경우 비용 절감 가능

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

북미향 가스 엔진의 수출 급증, 엔진 사업부 이익 개선에 기여

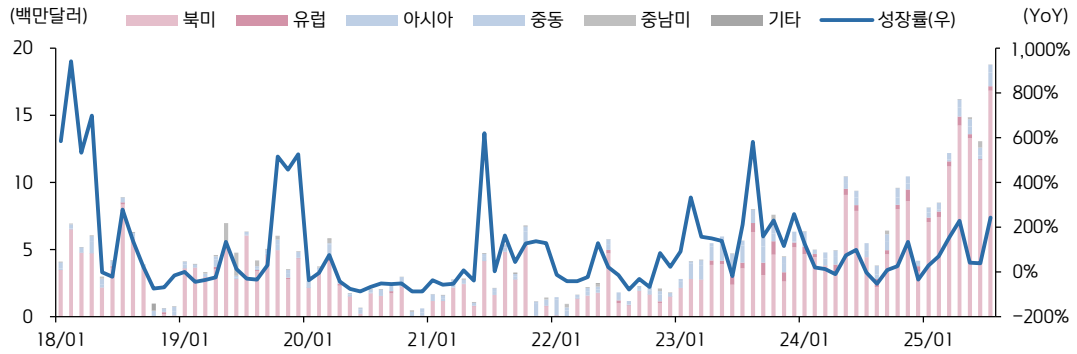
HD현대인프라코어의 엔진 사업부는 발전용 엔진이 매출 비중의 30% 정도를 차지하고 있다. 올해 들어 미국의 AI 데이터센터 확대에 따른 비상용 발전기 수요 증가로 동사의 가스 엔진 수출이 급증하고 있는 것으로 파악된다. 올해 7월까지 누적 가스 엔진 수출은 약 9.2억달러로 24년 연간 수출액인 8억달러를 초과하였다. 이 중 북미 수출액은 8.2억달러로 전체 수출액의 89%를 차지하고 있다. 특히, 유럽/미국 선진 시장에서 환경 규제 강화 움직임으로 가스 엔진의 도입 비중이 늘어나는 점이 수혜로 나타나고 있는 것으로 판단한다.

엔진 사업부 내에서 발전용 엔진은 수익성이 상당히 좋은 것으로 추정한다. 2Q25 가스 엔진 수출이 전년 동기 대비 2배 가까이 늘어나며 엔진 사업부 내 발전용 엔진의 매출 비중 상승으로 수익성 개선에도 크게 기여한 것으로 판단한다. HD현대인프라코어 엔진 사업부의 2Q25 영업이익률은 20.5%로 전년 동기 대비 4.8p 개선되었다.

또한, 최근 미국의 전력 시스템 공급 회사인 PSI(Power Solution International)와 디젤 엔진 공급 계약을 체결하며 발전용 엔진 제품 라인업을 확대하였다. 미국의 Tier 4, 유럽의 Stage V 등 배기 가스 규제를 충족하며 하이브리드 연료 사용이 가능한 제품으로 최근 선진 시장의 규제 강화 환경에 대응하기 적합할 것으로 판단한다. 가스 엔진의 성장세에 더해 여전히 데이터센터 백업 발전기에 주류 시장인 디젤 엔진의 공급이 늘어날 수 있다는 점이 긍정적이다. 이에 HD현대인프라코어의 발전용 엔진의 수출 성장세는 지속될 것으로 전망한다.

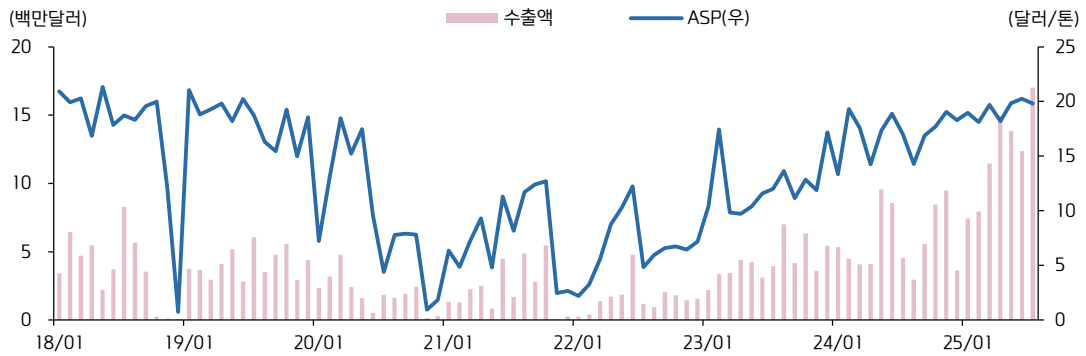
HD현대인프라코어는 24년말 약 1,400억원을 투자하는 군산 엔진 공장 증설을 발표하였다. 현재 공장 증설은 원활하게 진행되고 있는 것으로 파악되며 27년부터 초대형 발전 엔진의 생산이 가능할 것으로 기대한다. 초대형 발전 엔진의 경우 하이퍼스케일러 데이터센터 같은 대형 데이터센터에 적용하기 적합하다. 중장기적으로 대형 데이터센터의 투자도 늘어날 것으로 예상되고 있어 군산 공장 가동 시 엔진 사업부의 성장세는 더욱 가속화될 것으로 판단한다.

가스 엔진 수출의 가파른 성장세



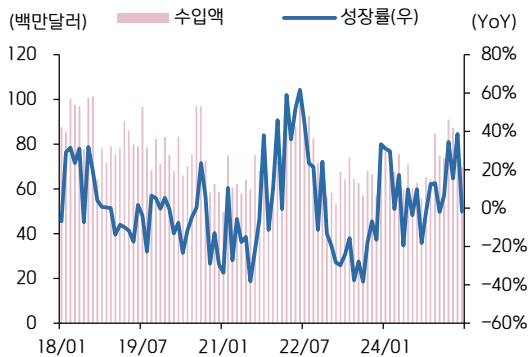
자료: Trass, 키움증권 리서치센터

인천 지역 가스 엔진 수출 금액 및 단가 추이



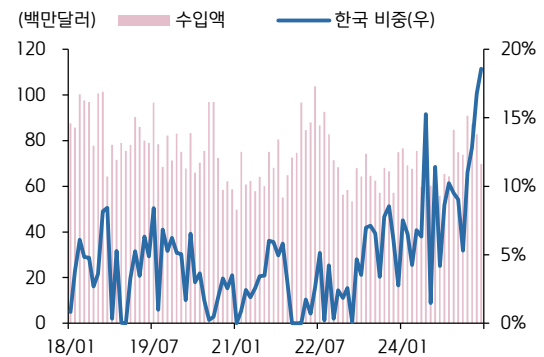
자료: Trass, 키움증권 리서치센터

미국 가스 엔진 수입 추이



자료: USTIC, 키움증권 리서치센터

미국 가스 엔진 수입 중 한국 비중 추이



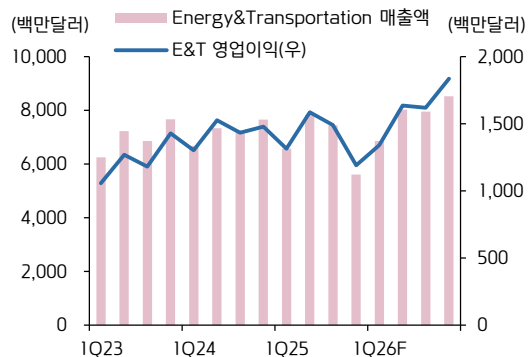
자료: USTIC, 키움증권 리서치센터

미국 내 발전용 엔진 쇼티지, HD현대인프라코어 엔진 사업부의 구조적인 수출 확대 기대
미국에서 발전용 엔진을 공급하고 있는 캐터필러, 커민스 같은 기업들도 발전 사업부에 대한 긍정적인 전망을 언급하고 있다. 2Q25 커민스의 북미 발전기 장비 매출은 전년 동기 대비 25% 이상 증가하였다. 판가가 상승하고 있는 데이터센터용 발전기 엔진 공급 증가로 발전 사업 부문의 이익률도 전년 동기 대비 3.9%p 증가하였다. 또한, 커민스는 2Q25 실적 발표에서 발전용 엔진은 이미 2년치 수주잔고를 확보하여 향후 성장세가 이어질 것이라고 전망하였다. 캐터필러의 경우도 2Q25 발전용 엔진의 매출이 28% 증가하며 E&T 사업 부문의 실적 성장을 이끌었다. 데이터센터와 관련된 엔진/터빈 제품의 수주가 증가하며 전사 수주잔고가 375억달러로 지난 분기 대비 25억달러가 증가한 점도 고무적이다.

HD현대인프라코어는 북미의 대형 엔진 업체 대비 후발 주자이나 미국 내 발전용 엔진 공급 부족 심화에 따른 수혜가 기대된다. 데이터센터 투자 확대로 미국의 발전용 엔진 공급 업체는 이미 27년까지의 수주잔고가 확보되어 있어 지금 시점에 주문하게 되면 28년 이후에 제품을 인도 받을 수 있다. **HD현대인프라코어의 엔진 사업부 가동률은 아직 60~70% 수준으로 여유가 있기 때문에 27년 이전에 인도를 원하는 고객사들의 주문을 흡수할 수 있을 것으로 판단한다.**

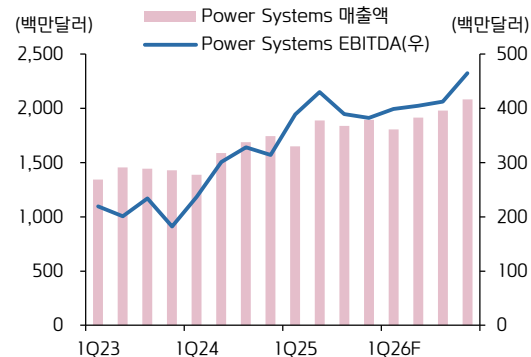
또한, 최근 미국의 철강/알루미늄 품목 관세 대상 확대에도 관세 부담은 제한적일 것으로 전망한다. 계약 구조상 관세는 동사의 엔진을 납품 받는 고객사가 부담하는 것으로 추정한다. 고객사의 요청으로 단가 협상을 할 수도 있지만 현재 미국에서 엔진 수요 대비 공급이 부족한 상황에서 협상력은 엔진 공급 업체가 우위일 것으로 판단한다.

캐터필러의 발전 사업 부문 실적 추이



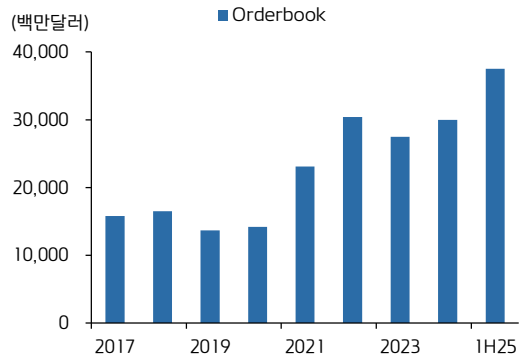
자료: CAT, 키움증권 리서치센터

커민스의 발전 사업부 실적 추이



자료: CMI, 키움증권 리서치센터

강한 발전 부문 신규 주문에 CAT 수주잔고 급증



자료: CAT, 키움증권 리서치센터

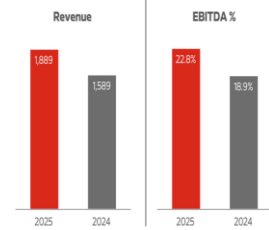
커민스의 2Q25 실적 발표

Power Systems Segment - Selected Financial Data



Q2-25 Highlights

- Revenue increased 19% driven primarily by increased power generation demand, particularly for data center and mission critical applications.
- EBITDA margin increased primarily as a result of higher volumes, favorable pricing and operational improvements.



자료: CMI, 키움증권 리서치센터

>>> K2 전차 수출 확대에 방산용 엔진의 견조한 성장 기대

선제적인 방산 엔진 생산 능력 확대, K2 전차 수출 확대 시 성장 동력이 될 것

HD현대인프라코어 엔진 사업부의 또 다른 성장 축은 방산용 엔진이다. 동사는 현대로템의 'K2 전차'에 DV27K 엔진을 공급하고 있다. DV27K 엔진은 글로벌 주요 전차 수출국인 독일, 미국의 전차에 탑재되는 엔진과 비슷한 1,500마력의 출력을 낼 수 있다. 56톤의 무게가 나가는 K2 전차를 평지에서 시속 70km로 주행 시킬 수 있는 성능으로 지난해 폴란드에서 진행된 NATO 훈련에서 빠른 기동력을 보여주며 성능을 입증하였다. HD현대인프라코어는 2014년 K2 엔진 국산화 개발에 성공하며 2019년부터 K2 전차에 엔진을 독점 공급하고 있다.

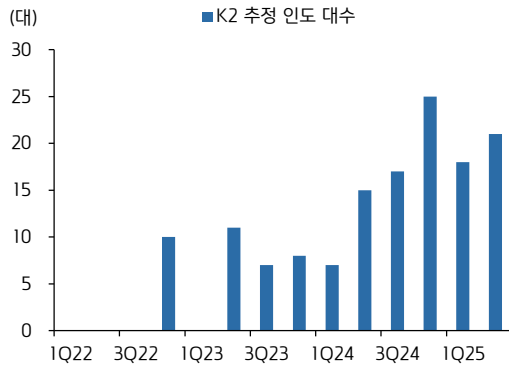
K2 전차는 2014년부터 국군에 인도하기 시작하여 현재 260대 가량이 배치되었고, 약 150대 규모의 4차 양산 사업이 진행 중이다. 2022년 러시아-우크라이나 전쟁 발발 이후 폴란드 정부는 현대로템과 1,000여대의 K2 전차를 공급하기로 기본 계약을 체결하였다. 이후 2022년 8월 180대의 K2 전차를 공급하는 1차 계약을 체결하고 올해 8월말 기준 140대 가량의 K2 전차가 납품되었다. 또한, 올해 8월 180대의 K2 전차를 공급하는 2차 계약이 체결되었다. 남은 640여대의 K2 전차 공급 계약도 순차적으로 체결될 것으로 전망한다. 이번 2차 계약부터 현지 생산이 포함되어 K2PL 전차 61대는 폴란드 현지에서 제조될 것이다. 다만, 핵심 부품은 국내에서 제조하여 납품하는 방식으로 진행되어 엔진 제조는 국내에서 제작될 예정이다.

고객사의 잠재적인 수출 파이프라인을 감안할 때 폴란드 이외에 추가 수출 계약을 체결할 가능성이 높다.

루마니아가 약 250대 규모로 도입하려는 차세대 전차 사업에 K2 전차는 유력 후보군으로 거론되고 있다. 슬로바키아 역시 폴란드에서 현지 생산될 K2PL 버전에 관심을 가지고 있어 약 100여대에 가까운 전차 도입을 고려하고 있다. 대규모 노후 전차 교체 사업이 진행될 중동과 아프리카 지역도 K2 전차에 주목하고 있다. 고객사는 올해 중동 지역의 환경에 맞춰 K2 전차의 성능을 개량하는 작업을 준비하고 있어 내년부터 본격적인 중동향 수출 협상이 시작될 것으로 전망한다. 중동과 아프리카의 주요 국가가 보유하고 있는 전차 대수는 약 7,000대 규모로 이 중 교체가 필요한 노후 전차의 비중도 40~50%로 높은 수준이다.

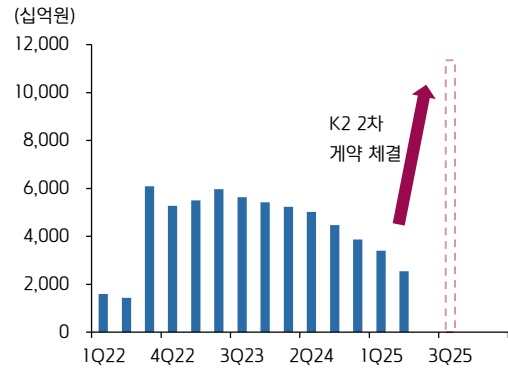
HD현대인프라코어는 향후 방산 엔진의 공급 확대 가능성이 높아짐에 따라 24년말 약 500억원을 투자해 군산에 방산용 엔진 공장 증설을 결정하였다. **군산 공장의 방산 엔진 생산은 빠르면 26년 하반기부터 시작될 것으로 전망한다. 생산 능력 또한 2배 가까이 확대될 것으로 기대한다.**

현대로템 폴란드형 K2 납품 추이



자료: 현대로템, 키움증권 리서치센터

현대로템 디펜스솔루션 부문 수주잔고 추이



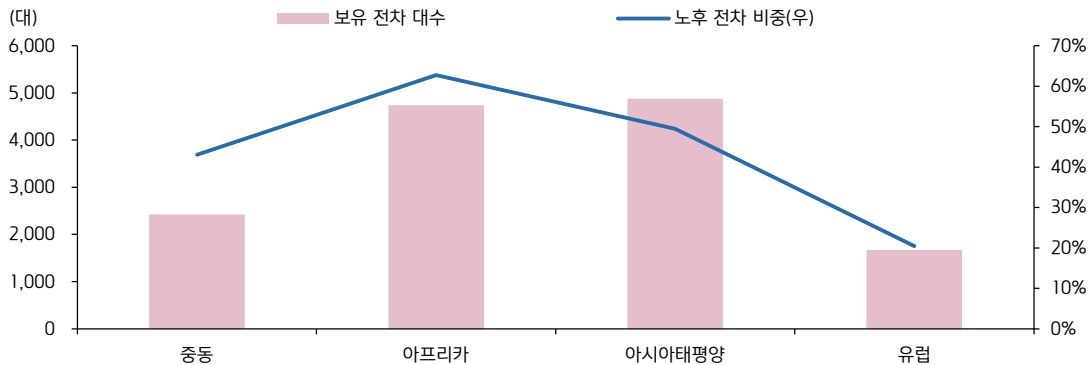
자료: 현대로템, 키움증권 리서치센터

주요 고객사의 잠재 수출 파이프라인

국가	내용
폴란드	올해 K2 전차 180대 규모의 2차 계약 체결 완료. 향후 잔존 640대에 대한 추가 계약 진행 예정
루마니아	약 250대 규모의 신형 전차 도입 예정. K2 전차가 수주 유력 후보군으로 거론
슬로바키아	약 100대 규모의 전차 도입 사업에서 폴란드에서 생산 예정인 K2PL 버전에 대한 관심 표명
사우디	수백 대 규모의 노후 전차 교체 사업 진행 예정. 중동 환경에 맞춘 K2 전차 개량 사업 추진을 통해 수주 참여 예상
이라크	노후 전차 교체 사업에 K2 전차를 후보 대상으로 포함하며 관심 표명
모로코	노후 전차 교체 및 군 현대화 사업으로 K2 전차를 포함한 국내 무기체계에 관심
페루	페루 군 현대화 사업의 일환으로 K808 장갑차 수출 계약 체결. 추가적으로 K2 전차 수출 계약도 진행 중

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

주요 잠재 수출 지역의 전차 보유 대수와 노후 전차 비중



자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

튀르키예 알타이 전차 사업 본격화에 따른 수혜

튀르키예는 노후화된 M60 전차와 M48 Patton을 대체하기 위한 차세대 전차 개발을 추진하였다. 차세대 전차의 자체 생산을 위해 튀르키예는 현대로템과 K2 전차 기술 이전 계약을 체결하고 터키의 방산 업체인 Otokar가 개발을 시작하였다. 2016년 튀르키예는 K2 전차의 기술을 기반으로 알타이 전차를 개발 완료하였고 양산은 BMC에서 담당하게 되었다.

2016년 개발 완료 이후 알타이 전차 양산 사업자 변경, 독일산 엔진/변속기 도입 계획 무산 등이 겹치며 양산 일정이 지연되었다. 자체 기술로 엔진/변속기 개발에 어려움을 겪던 튀르키예는 독일산 엔진/변속기를 도입하려 했지만 시리아 내전 등 정치적 이유로 독일에서 무기 수출을 거절하였다. 이후 2022년에 K2 전차에 탑재되는 한국산 엔진과 변속기로 구성된 파워팩을 도입하기로 결정하며 2024년부터 양산 사업이 본격적으로 시작되었다.

튀르키예는 차세대 전차 사업으로 최종적으로 1,000대 규모의 알타이 전차를 생산할 계획이다. 현재 발표된 1차와 2차 양산 물량은 각각 85대, 165대로 총 250대를 우선적으로 도입할 예정이다. 이후 남은 3차 양산 사업에서 750대를 생산할 것으로 전망한다. 1차 양산 사업은 25년 3대, 26년 11대, 27년 41대, 28년 30대씩 순차적으로 인도될 예정이다. 이후 2028년부터 2차 양산 사업이 시작될 것이다. 튀르키예는 2차 양산 사업부터 자체 엔진인 BATU 엔진을 탑재하기 위한 최종 테스트를 준비 중이다. 다만, 아직 BATU 엔진은 1만 시간의 내구도 시험을 충족시키지 못한 상황으로 최종 테스트를 통과하기까지 다소 시간이 필요할 것으로 판단한다.

HD현대인프라코의 방산 엔진은 현재 확보된 국내 4차 양산, 폴란드 2차 계약, 알타이 전차 사업으로 향후 2~3년간 견조한 성장세가 나타날 것으로 전망한다. 주요 고객사의 해외 수출 확대 시 선제적인 생산 능력 확대에 따른 수혜가 발생하며 27년부터 방산 엔진의 매출 성장세는 더욱 가속화될 것으로 전망한다. 또한, 엔진 사업부 내에서 방산 엔진의 수익성은 해외 사업을 중심으로 매우 높은 것으로 추정되기 때문에 방산 엔진의 매출 비중 상승이 이익 개선에 크게 기여할 것으로 판단한다.

튀르키예 알타이 전차 사업 개요

구분	알타이 전차 개발 사업
개발사	총괄: Otokar Otomotiv(튀르키예) 사격통제장치 및 전자장비: Aselsan(튀르키예) 장갑: Roketsan(튀르키예) 설계지원 및 기술이전: 현대로템(한국)
양산 사업자	BMC Otomotiv(튀르키예)
양산 계획	2024년 양산 개시 발표, 25년부터 초도(T1) 인도 개시, T1: 85대, T2: 165대, T3: 750대
제원	전투중량: 65톤 최고속도: 평지 65km/h, 야지 45km/h 최대출력: 1,500마력 항속거리: 450km 무장: 120mm 55구경장 활강포, 7.62mm 공축기관총, 12.7mm 중기관총

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

튀르키예 알타이 전차



자료: BMC, 키움증권 리서치센터

HD현대인프라코어의 DV27K 엔진



자료: HD현대인프라코어, 키움증권 리서치센터

IV. 건설기계 업종 투자 전략

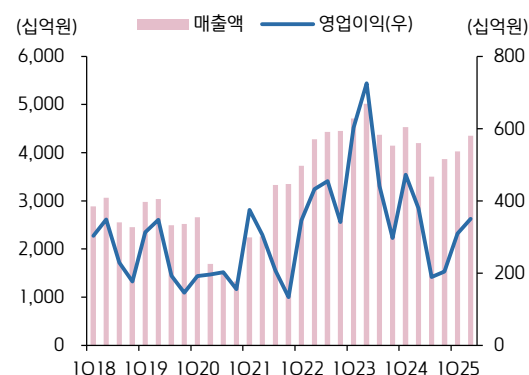
>>> 건설기계 업종 투자의견: 비중확대(Overweight) 유지

2Q25 Review

2Q25 건기 3사의 매출액은 4.4조원(YoY +3.7%), 영업이익은 3,500억원(YoY -7.8%)을 기록하였다. 미국의 수요 부진 지속, 유럽과 아프리카의 수요 반등으로 지역과 제품 믹스의 차별화가 나타나며 두산밥캣의 실적은 부진한 흐름이 지속되었지만 HD현대인프라코어와 HD현대건설기계의 건설기계 사업부는 턴어라운드기 시작되었다. 또한, HD현대인프라코어는 엔진 사업부에서 발전용 및 방산 엔진의 성장세에 힘입어 큰 폭의 이익 개선이 나타난 점이 긍정적이다. 하반기에도 유럽과 아프리카 중심의 건설장비 수요 개선이 지속될 것으로 예상되고 내년부터는 미국도 수요 반등이 나타날 것으로 전망한다. 유럽의 주요 국가들이 경제 침체에서 벗어나며 인프라 투자가 확대되고 있고, 아프리카의 경우 금광을 중심으로 광산 개발이 확대되며 중/대형 제품의 수요 개선이 나타나고 있다. HD현대인프라코어의 엔진 사업부는 발전용 및 방산 엔진의 견조한 성장세가 이어질 것으로 판단한다. 발전용 엔진은 데이터센터의 확대 영향으로 비상용 발전기 수요가 증가하며 가스 엔진 수출이 고성장하고 있다. 방산 엔진도 주요 고객사의 수출 사업 확대의 영향으로 견조한 성장세가 유지되고 있다.

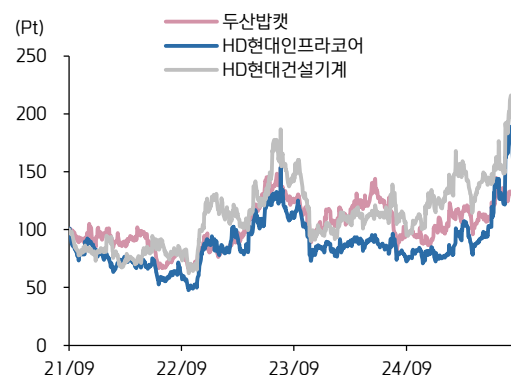
건기 3사의 주가는 지난 2H23 업황 침체 이후 조정 흐름을 보이다 2Q25 실적 발표에서 차별화가 나타났다. HD현대 건기 그룹은 건기 사업부의 턴어라운드와 엔진 사업부의 성장 모멘텀에 힘입어 주가 반등이 시작되었다. 우크라이나 재건 사업에 대한 기대감도 주가 상승 동력으로 작용하였다. 특히, HD현대인프라코어가 2Q25 어닝 서프라이즈의 영향으로 주가가 강세를 보였고 HD현대건설기계는 HD현대인프라코어의 합병을 발표하며 동반 강세가 나타났다. 그럼에도 글로벌 Peer의 밸류에이션을 감안할 때 국내 건설기계 업체들은 여전히 저평가 구간으로 판단한다. 건설기계 산업에 대한 비중확대(Overweight) 의견을 유지하고 Top Pick으로 HD현대건설기계를 제시한다.

건기 3사 분기별 실적 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

최근 5년간 건설기계 3사 주가 추이



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터
주) 21.9.6=100

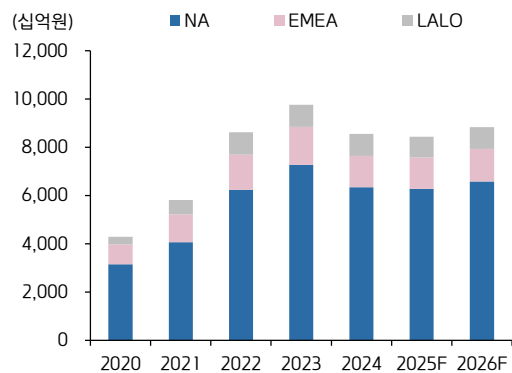
건기 턴어라운드 + 엔진의 고성장세가 이끌 실적 개선 모멘텀

HD현대 양사는 2Q25부터 건기 사업부의 턴어라운드가 시작되었다. 유럽과 아프리카의 건설장비 수요 반등에 올해 4월부터 수출이 성장세로 전환한 점이 주효했다. 유럽은 선제적인 금리 인하를 통해 주요 국가들의 경제 회복세와 더불어 인프라 투자가 확대되었다. 아프리카 지역은 금 가격 상승세에 광산 개발 사업이 확대되며 건설 장비 수요 개선을 이끈 것으로 파악된다. 반면에 북미 지역이 핵심 성장 동력인 두산 밥캣의 경우 북미 지역의 건설장비 수요 침체가 장기화 되며 부진한 흐름을 보이고 있다. 다만, 북미 지역 수요 부진은 관세와 금리 인하 지연 등 불확실성의 영향이 큰 상황으로 불확실성이 해소되는 내년부터 수요 반등이 기대된다. 건기 3사의 26년 건기 사업 부문은 북미, 유럽, 아프리카 등 주요 지역에서의 수요 개선이 지속되며 본격적인 성장 사이클에 진입할 것으로 기대한다.

HD현대인프라코어의 엔진 사업부는 발전용 및 방산 엔진의 성장세에 힘입어 매출과 이익 개선 흐름이 유지될 것으로 전망한다. 또한, 내년부터 선진 및 신흥 시장 전반에서 건설장비 수요 개선이 기대되는 상황에서 산업용 엔진의 판매량도 함께 확대될 것으로 기대한다. 발전용 엔진은 미국의 데이터센터 확대의 영향으로 비상용 발전기의 수요가 큰 폭으로 성장하며 수혜가 발생하고 있다. 미국의 주요 엔진 공급 업체들은 향후 2년간의 수주잔고가 확보되어 있는 상황으로 HD현대인프라코어는 납기의 강점을 바탕으로 빠르게 엔진 판매량이 상승할 것으로 전망한다. 방산 엔진 역시 주요 고객사의 수출 확대의 영향으로 견조한 성장세가 나타날 것으로 기대한다. 상대적으로 수익성이 높은 것으로 추정되는 발전용 엔진과 방산 엔진의 매출 비중 상승이 이익 개선에 긍정적으로 기여할 것이다.

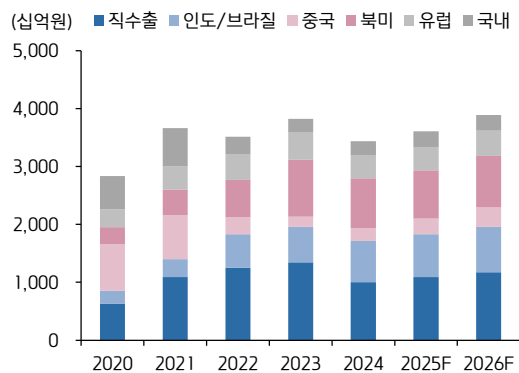
HD현대건설기계는 HD현대인프라코어와의 합병을 통해 엔진 사업부의 성장을 공유하고 건기 사업 부문 시너지 효과를 기반으로 중장기 성장 동력을 얻었다. HD현대건설기계 통합 법인은 합병 이후 HD현대인프라코어의 '디벨론'과 HD현대 2개의 브랜드 체제를 유지하며 보유하고 있는 딜러망을 최대한 활용할 계획이다. 브랜드는 이원화 하지만 생산 체계와 자재 구매는 일원화를 추진하여 중복 투자를 없애고 효율성 극대화가 가능할 것이다. 엔진 부문의 경우 양사 통합 모델의 출시가 늘어나며 안정적인 캡티브 매출 확보가 예상된다. 또한, HD현대인프라코어는 24년말 약 1,400억원을 투자하여 군산 엔진 공장 증설을 진행 중이다. 4Q26년부터 방산 엔진 생산량 확대와 27년 초 초대형 발전용 엔진이 신규 제품 라인업에 추가되며 향후 엔진 사업부의 성장이 가속화될 것으로 판단한다.

두산밥캣 지역별 실적 추이



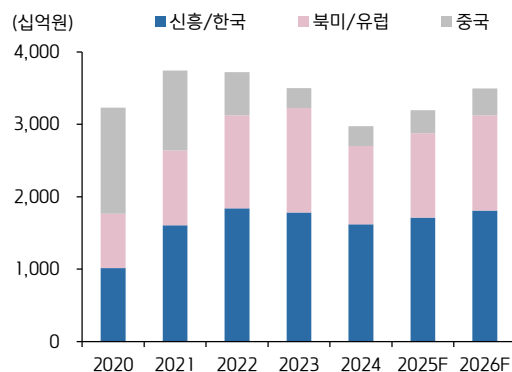
자료: 두산밥캣, 키움증권 리서치센터

HD현대건설기계 지역별 실적 추이



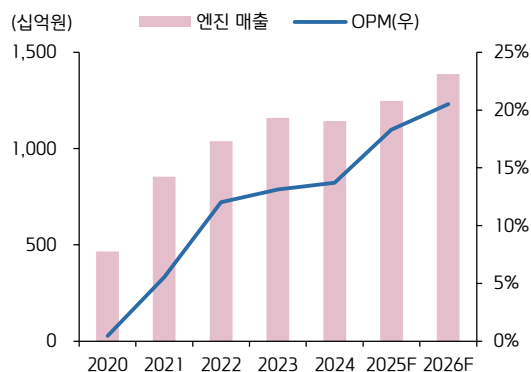
자료: HD현대건설기계, 언론보도, 키움증권 리서치센터

HD현대인프라코어 건기 사업부 지역별 실적 추이



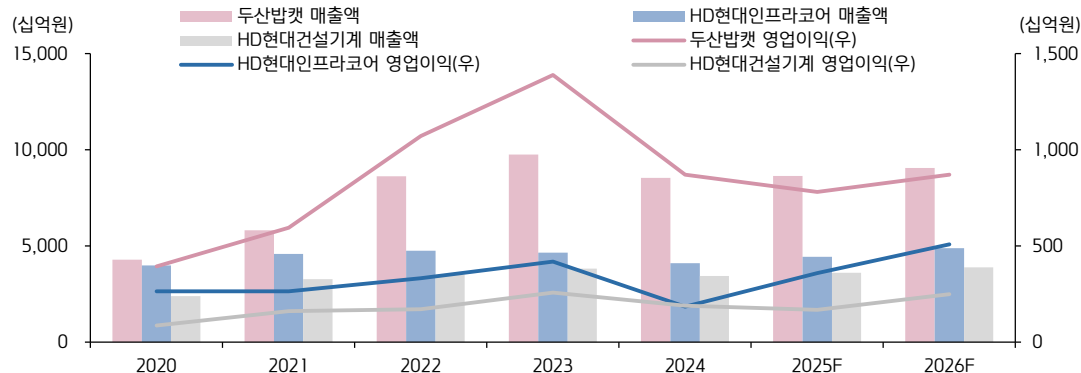
자료: HD현대인프라코어, 키움증권 리서치센터

HD현대인프라코어 엔진 사업부 실적 추이



자료: HD현대인프라코어, 키움증권 리서치센터

건기 3사 매출액 및 영업이익 전망



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

HD현대건설기계-HD현대인프라코어 합병에 따른 건기 사업부 시너지 기대

01 제품 포트폴리오 확대·최적화



02 글로벌 생산 체계



03 듀얼 브랜드로 해외 시장 공략 강화

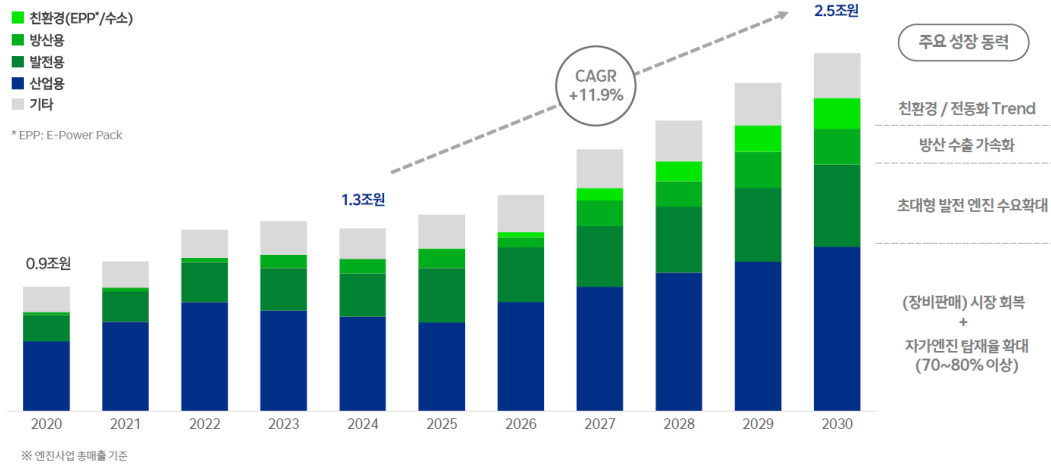


자료: HD현대건설기계, 키움증권 리서치센터

HD현대 건기 그룹의 엔진 사업부 성장기 육성 전략

01 엔진 사업 육성

- 2개 브랜드 모두에 자가 엔진 적용 비율을 확대하고, 방산/ 초대형 발전 등 고성장/고수익의 영역은 추가 육성



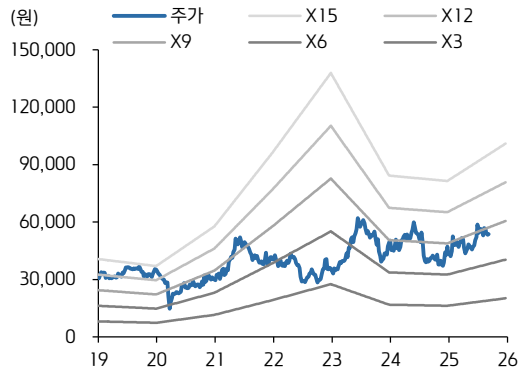
자료: HD현대건설기계, 키움증권 리서치센터

국내 건기 3사의 밸류에이션 점검

2Q25 실적 발표 이후 주가 상승에도 불구하고 국내 건기 3사의 평균 26F PER은 10.8배로 글로벌 Peer 평균 14.6배 대비 여전히 저평가 구간이다. 유럽, 아프리카 등 주요 지역에서 건설장비 수요 개선이 나타나고 있고 내년부터 북미 지역도 수요 반등으로 실적 성장 사이클에 진입한다는 점을 감안할 때 건설기계 업체의 비중 확대를 추천한다.

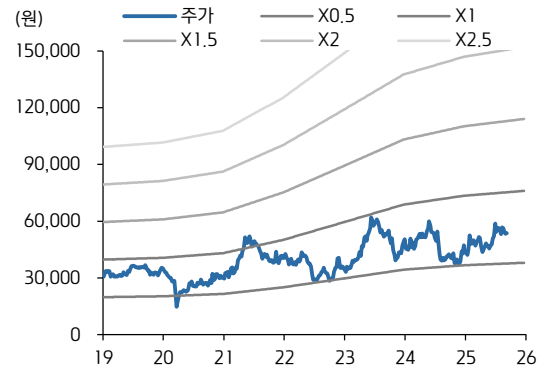
특히, HD현대건설기계는 내년 HD현대인프라코어와의 합병으로 건설장비 부문 매출이 대폭 성장하고 엔진 부문의 고성장이 기대되는 상황으로 상승 여력이 충분할 것으로 판단한다. 과거 글로벌 Peer 대비 낮은 시장 점유율과 성장 모멘텀 부족으로 저평가를 받았지만 합병 이후 저평가 요소가 상당 부분 해소될 것이다. 최근 미국 엔진 업체들은 데이터센터 확대에 따른 발전용 엔진 공급 부족 심화에 주가 상승세가 이어지고 있다는 점을 감안할 때 HD현대건설기계 역시 밸류에이션 리레이팅 가능성에 주목할 필요가 있다.

두산밥캣 12M Forward P/E 밴드 차트



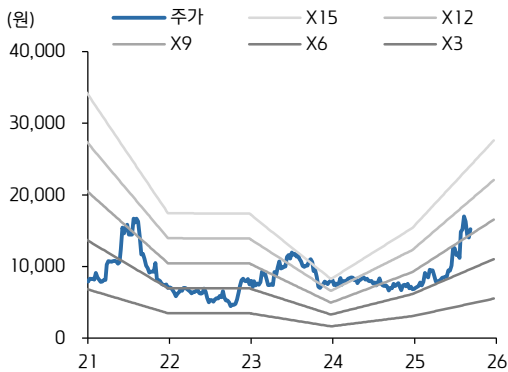
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

두산밥캣 12M Forward P/B 밴드 차트



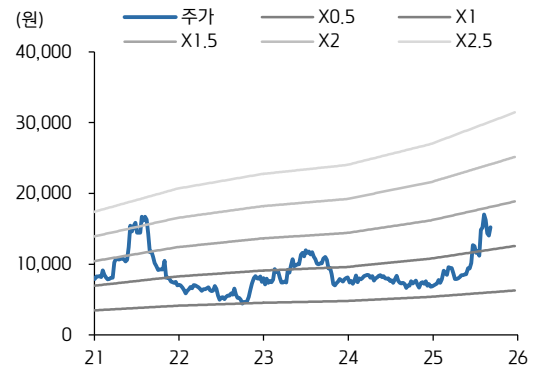
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

HD현대인프라코어 12M Forward P/E 밴드 차트



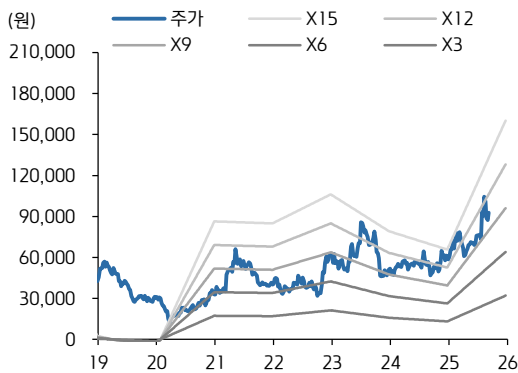
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

HD현대인프라코어 12M Forward P/B 밴드 차트



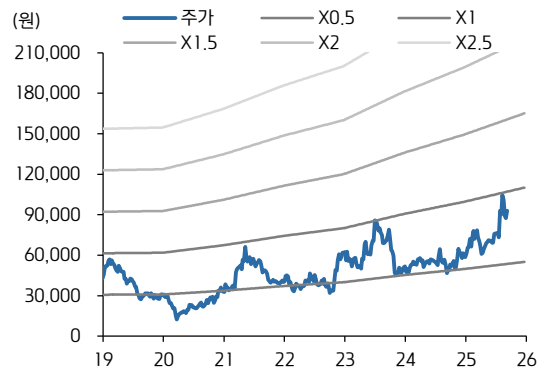
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

HD현대건설기계 12M Forward P/E 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

HD현대건설기계 12M Forward P/B 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

건설기계 산업 국내외 Peer Earnings table

(단위: 십억원, %)

	시가총액	매출액		영업이익		영업이익률	
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
국내							
두산밥캣	5,176	8,665	9,031	790	853	9.1	9.4
HD 현대인프라코어	2,897	4,391	4,716	311	380	7.1	8.0
HD 현대건설기계	1,625	3,683	4,034	162	240	4.4	5.9
글로벌							
Caterpillar	275,081	85,944	91,673	15,145	17,407	17.6	19.0
John Deere	177,559	53,292	57,833	7,903	9,422	14.8	16.3
Komatsu	46,554	37,213	38,772	5,283	5,748	14.2	14.8
Sandvik	45,106	17,835	18,864	3,163	3,490	17.7	18.5
Sany	34,501	17,550	20,154	1,917	2,407	10.9	11.9
XCMG	22,735	19,813	22,379	1,755	2,211	8.9	9.9
Kubota	20,091	27,706	28,853	2,315	2,476	8.4	8.6
Zoomlion	12,002	9,846	11,254	1,082	1,319	11.0	11.7
Hitachi	9,963	12,667	13,120	1,278	1,444	10.1	11.0
Terex	4,823	7,598	7,940	771	870	10.1	11.0
LiuGong	4,358	6,726	7,777	446	614	6.6	7.9

자료: Bloomberg consensus, 키움증권 리서치센터

건설기계 산업 국내외 Peer Valuation table

(단위: x, %)

	P/E		P/B		ROE		EV/EBITDA	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
국내								
두산밥캣	10.4	9.0	0.7	0.7	7.1	7.8	4.2	3.6
HD 현대인프라코어	18.2	12.8	1.5	1.3	8.3	10.8	7.4	6.1
HD 현대건설기계	19.4	10.7	0.9	0.8	4.9	8.3	9.1	6.3
글로벌								
Caterpillar	23.4	19.9	11.3	10.6	55.4	60.1	15.9	14.0
John Deere	25.5	22.3	5.9	5.6	24.8	26.3	18.6	16.1
Komatsu	12.9	11.6	1.4	1.3	11.3	11.8	7.9	7.1
Sandvik	19.5	17.5	3.0	2.8	15.5	16.6	11.8	10.6
Sany	20.4	16.4	2.3	2.1	11.4	13.2	13.0	10.7
XCMG	14.8	11.8	1.8	1.6	12.6	14.6	9.6	8.1
Kubota	13.0	11.9	0.8	0.8	6.6	7.0	11.4	10.7
Zoomlion	13.1	11.0	1.1	1.0	8.0	9.3	11.1	9.3
Hitachi	13.9	11.8	1.2	1.1	8.7	10.2	6.8	6.0
Terex	10.9	9.4	1.7	1.4	15.9	16.6	8.0	7.1
LiuGong	11.8	8.8	1.2	1.1	9.9	12.1	8.2	6.2

자료: Bloomberg consensus, 키움증권 리서치센터

>>> Appendix. 러-우 재건 사업에서 찾는 기회

트럼프 당선 이후 러-우 평화 회담 논의 본격화

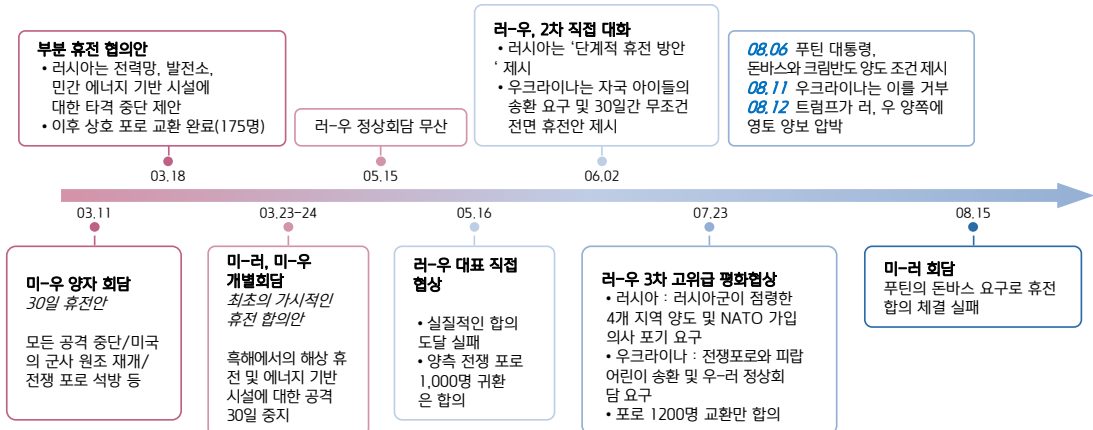
트럼프 대통령은 대선 당시 공약으로 러-우 전쟁의 즉각적인 종료를 언급했다. 당선 이후 러시아와 우크라이나의 평화 협정을 주선하며 본격적인 종전 논의가 시작되었다. 이후 5월부터 7월까지 3차례의 협상을 가졌지만 양측의 입장 차이는 좁혀지지 않고 포로 교환 합의에 그쳤다. 최근 8월 트럼프와 푸틴이 알래스카에서 종전 협상을 진행했지만 러시아가 돈바스 지역 전체 영토와 우크라이나의 NATO 가입 포기를 요구하며 사실상 평화 협정의 체결은 무산되었다. **러시아의 점령 지역에 대한 영토와 NATO 가입 포기 요구는 우크라이나가 받아들이기 어려운 조건이기 때문에 종전까지는 다소 시간이 필요할 것으로 전망한다.**

러-우 전쟁이 약 3년간 이어지면서 우크라이나 내부의 피해 및 손실 규모는 지속적으로 확대되고 있다. 22년에 추정한 피해 규모 대비 24년에 재추정한 피해 규모는 56% 늘어났고, 손실 규모는 90% 확대되었다. 이에 24년 초 추정한 재건 소요 금액은 약 4,862억달러로 22년에 추정했던 재건 규모 대비 40%가 상승하였다. 24년에 재추정 이후로도 1년 반 이상 전쟁이 지속되고 있어 현재 피해 및 복구 규모는 더욱 늘어났을 것으로 판단한다.

특히, 우크라이나의 경우 전선 인근 지역과 수복 지역에 피해가 집중되어 있어 향후 종전 이후 재건 사업의 중심이 될 것으로 전망한다. 도네츠크, 루한스크, 자포리자 등 주요 전선이었던 지역의 복구에는 약 2,500억달러가 소요될 것으로 예상되며 이는 전체 복구 예상 비용에 절반에 해당하는 수준이다. 이 외에도 키이우처럼 러시아에 점령되었던 수복 지역 재건에 약 800억달러의 재건 비용이 필요할 것으로 예상된다.

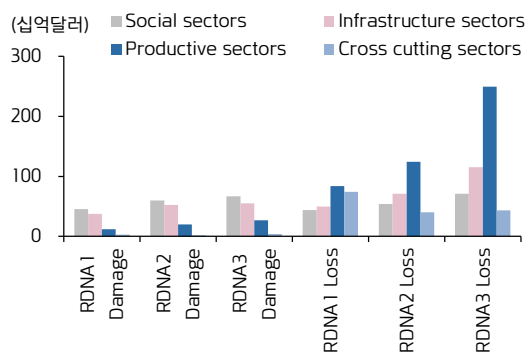
우크라이나의 피해가 집중되어 있는 지역의 경우 러시아가 현재 점령하고 있는 지역이 대부분으로 종전 협상의 결과에 따라 러시아 영토로 편입될 가능성이 존재한다. 이는 **재건 주체가 바뀌는 것일 뿐 재건 사업이 필요하다는 점은 변함이 없다. 또한, HD현대 건기 그룹은 우크라이나와 러시아 시장 모두에 진출해 있기 때문에 러-우 전쟁 종전 시 재건 사업의 수혜가 기대된다.**

러시아-우크라이나 종전 논의 타임라인



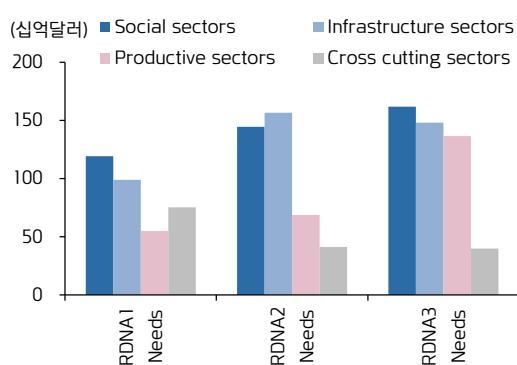
자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

전쟁 장기화에 피해 및 손실 규모 상승



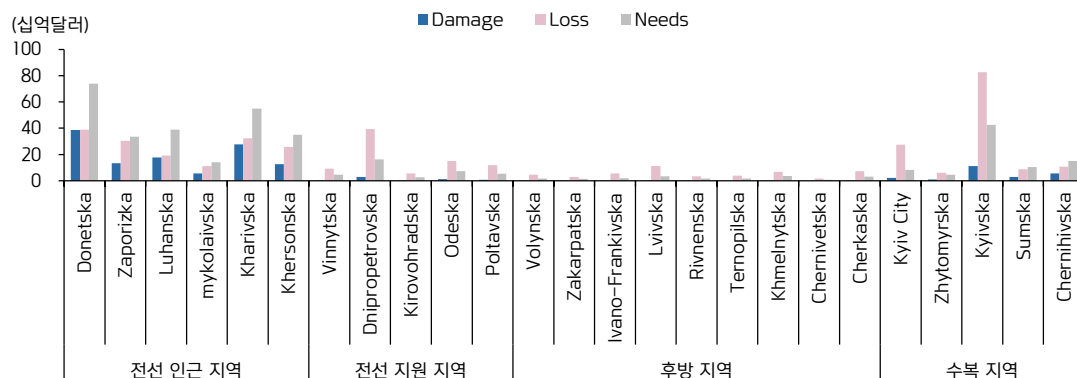
자료: RDNA3, 키움증권 리서치센터

섹터별 재건 추정 금액



자료: RDNA3, 키움증권 리서치센터

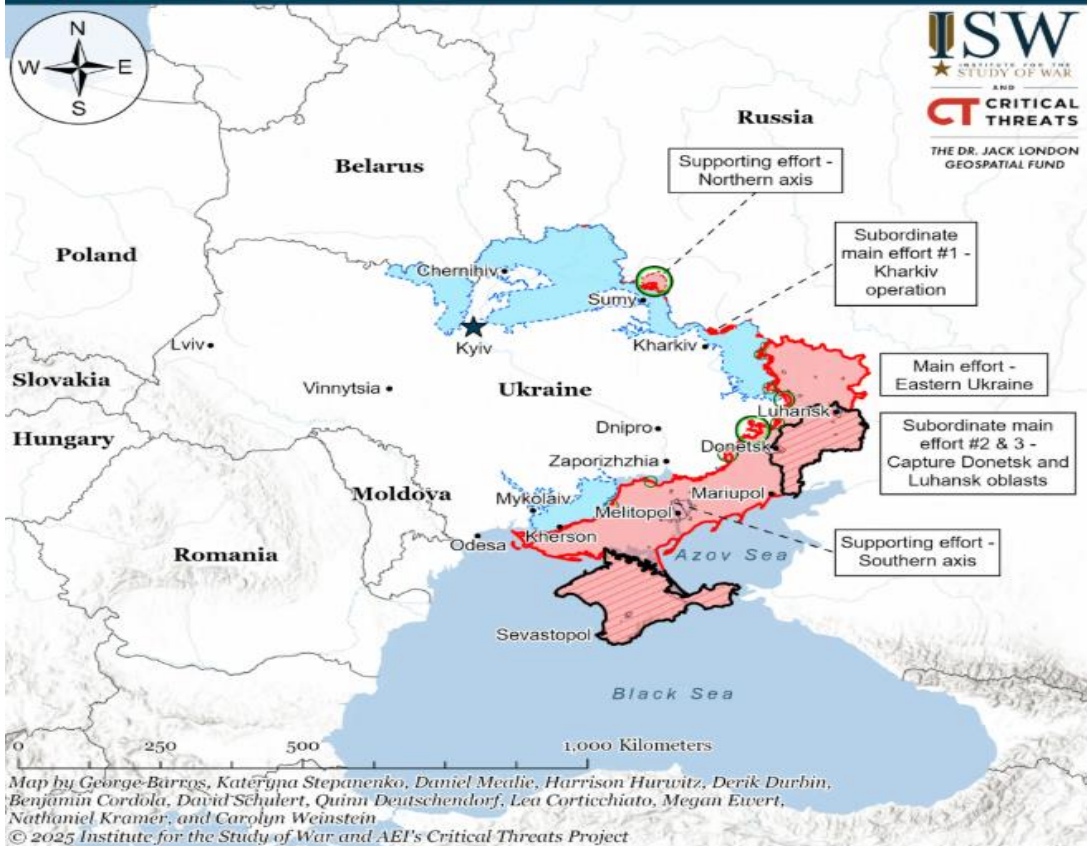
지역별 피해 규모 및 복구 추정 금액



자료: RDNA3, 키움증권 리서치센터

9/3 기준 러시아-우크라이나 국경 분쟁 상황

Assessed Control of Terrain in the Russo-Ukrainian War September 3, 2025 at 1:30 PM EST



- Significant Fighting in the Past 24 Hours
- Russian-controlled Ukrainian Territory before 24 February 2022
- Assessed Russian-controlled Ukrainian Territory
- Assessed Russian Advances in Ukraine
- Claimed Russian Control over Ukrainian Territory
- Claimed Ukrainian Counteroffensives
- Reported Ukrainian Partisan Warfare
- Russian Advances in Russia
- Claimed Russian Advances in Russia
- Ukrainian Advances in Russia

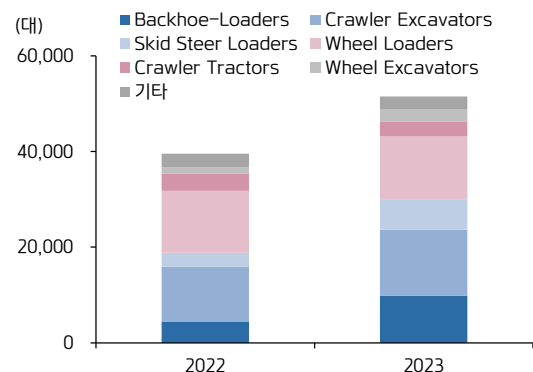
자료: ISW, 키움증권 리서치센터

러시아 수출 제재 해제 시 국내 건기 업체의 수혜 예상

러-우 전쟁 종전 시 재건 사업을 제외하더라도 러시아 건설장비 시장에 재진입으로 수혜가 예상된다. 24년 2월 러시아 수출 제재 강화 이후 HD현대 양사의 러시아 수출은 중단되었다. 러-우 전쟁 이전 러시아 시장은 호황기 시기에 전체 굴삭기 수출의 10%를 차지할 정도로 중요한 지역이었다. HD현대 양사는 제재 강화 이전 러시아 시장에서 10~15% 점유율을 차지할 정도로 양질의 판매 네트워크를 갖추고 있었다.

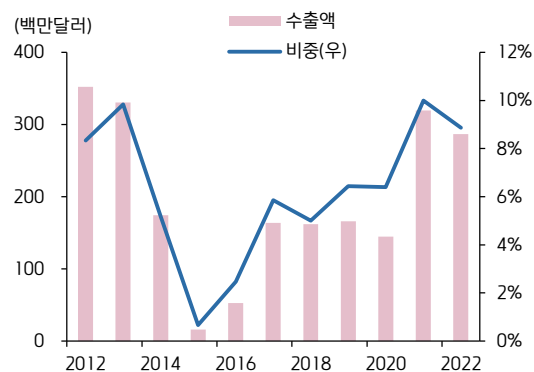
23년 러시아의 전체 건설장비 판매량은 약 5만대, 이 중 굴삭기는 1.5만대 수준으로 추정된다. 종전 이후 러시아 건설장비 시장은 점령지나 전선 인근 피해 지역의 재건 사업이 예상되기 때문에 구조적인 성장세가 나타날 것으로 전망한다. 또한, 전쟁 기간 동안 유럽 지역에서 러시아에 대한 견제가 강화되며 러시아 건설장비 시장에서 유럽 업체들의 시장 점유율이 큰 폭으로 하락하였다. 종전 이후로도 유럽과 러시아의 대립 관계는 지속될 것으로 판단하기 때문에 국내 업체들의 반사 수혜가 예상된다. **보수적으로 23년 수준의 시장 규모가 유지된다고 가정할 시 HD현대 양사는 러시아 시장에서 약 4~5천억원의 매출이 추가로 발생할 것으로 전망한다.**

러시아 건설장비 판매 대수 추이



자료: AEB, 키움증권 리서치센터

러-우 전쟁 이전 러시아향 굴삭기 수출 추이



자료: Trass, 키움증권 리서치센터



기업분석

두산밥캣
(241560)

BUY(Maintain)/목표주가 72,000원
북미 시장의 반등이 필요

HD현대인프라코어
(042670)

BUY(Maintain)/목표주가 20,200원
엔진 성장 본격화 전망

HD현대건설기계
(267270)

BUY(Maintain)/목표주가 126,000원
합병이 가져올 기대 효과

두산밥캣(241560)



BUY(Maintain)

목표주가 72,000원

주가(9/8) 54,000원

조선/기계/방산/항공우주 Analyst 이한결
gksruf9212@kiwoom.com

동사는 북미 지역의 매출 비중이 70% 수준으로 높아 상반기 실적 부진이 불가피하였다. 하반기도 관세 및 금리 인하 불확실성 해소가 어려울 것으로 전망하여 실적 부진은 지속될 것으로 판단한다. 내년부터 미국 지역의 매크로 불확실성 해소와 정부의 정책 지원의 영향으로 본격적인 수요 반등이 기대된다. 목표주가 72,000원, 투자의견 BUY를 유지한다.

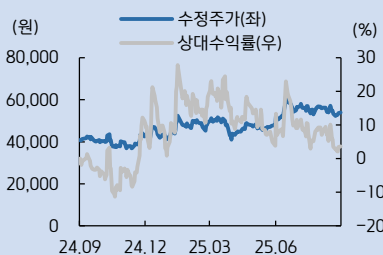
Stock Data

KOSPI (9/8)		3,219.59pt
시가총액		51,762억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	61,800 원	36,950원
최고/최저가 대비 등락	-12.6%	46.1%
주가수익률	절대	상대
	1M	-4.9%
	6M	9.9%
	1Y	31.5%

Company Data

발행주식수	95,856 천주
일평균 거래량(3M)	350천주
외국인 지분율	34.1%
배당수익률(25E)	2.9%
BPS(25E)	73,442원
주요 주주	두산에너지빌리티 외 4인
	48.2%

Price Trend



북미 시장의 반등이 필요

>>> 하반기도 실적 부진 지속 전망

동사의 북미 지역 매출 비중은 70% 수준으로 이익 기여도가 높다. 올해 상반기는 관세 및 금리 인하 불확실성이 지속되면서 북미 지역 수요 침체로 실적 부진이 불가피하였다. 여전히 관세와 금리 인하를 둘러싼 불확실성이 해소되지 않은 상황에서 북미 지역 수요 부진은 하반기까지 이어질 것으로 판단한다. 다만, 상반기 프로모션 비용 확대 등 지속적인 재고 조정을 통해 북미/유럽 선진 시장에서 달러 재고를 전년 동기 대비 15% 감축하며 정상화시킨 점은 긍정적이다.

>>> 26년 북미 시장의 본격적인 수요 개선

내년부터 관세 및 금리 인하 불확실성이 해소되며 북미 시장의 수요 반등이 본격화될 것으로 전망한다. 트럼프 정부의 집권 2년차를 맞아 인프라 투자 확대와 주택 시장에 대한 정책 지원이 북미 시장 수요 개선을 뒷받침해 줄 것으로 기대한다. 또한, 트럼프 정부의 외교 정책 기조를 감안할 때 글로벌 기업들의 미국 내 투자가 증가하며 제조업 건설 지출 확대도 건설장비 수요 반등을 이끌 것이다. 동사는 미국 현지에서 제품 생산 비중이 60% 정도로 관세 부담에서 상대적으로 자유롭고, 미국 매출 비중이 높아 미국 시장의 수요 회복 시 다른 경쟁 업체 대비 수혜 강도가 더 높을 것으로 기대한다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 72,000원

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	9,758.9	8,551.2	8,648.0	9,058.6	9,480.0
영업이익	1,389.9	871.4	782.0	870.9	951.4
EBITDA	1,635.1	1,165.1	1,132.4	1,223.1	1,319.5
세전이익	1,257.3	798.4	732.6	858.0	956.4
순이익	921.5	563.4	524.2	643.5	717.3
지배주주지분순이익	921.5	563.4	524.2	643.5	717.3
EPS(원)	9,192	5,620	5,431	6,732	7,504
증감률(% YoY)	43.1	-38.9	-3.4	24.0	11.5
PER(배)	5.5	7.5	10.1	8.2	7.3
PBR(배)	0.85	0.61	0.75	0.72	0.69
EV/EBITDA(배)	3.1	3.8	4.6	4.0	3.3
영업이익률(%)	14.2	10.2	9.0	9.6	10.0
ROE(%)	16.8	8.8	7.5	9.0	9.7
순차입금비용(%)	0.2	2.7	-1.3	-5.6	-12.0

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,758.9	8,551.2	8,648.0	9,058.6	9,480.0
매출원가	7,382.4	6,560.0	6,625.2	6,834.7	7,063.6
매출총이익	2,376.5	1,991.2	2,022.8	2,223.9	2,416.4
판매비	986.6	1,119.8	1,240.7	1,353.0	1,465.0
영업이익	1,389.9	871.4	782.0	870.9	951.4
EBITDA	1,635.1	1,165.1	1,132.4	1,223.1	1,319.5
영업외손익	-132.6	-73.0	-49.4	-13.0	5.0
이자수익	38.8	67.3	77.2	88.8	106.7
이자비용	112.4	107.1	107.1	107.1	107.1
외환관련이익	76.0	148.9	68.9	68.9	68.9
외환관련손실	88.4	130.6	47.8	47.8	47.8
총속 및 관계기업손익	0.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	-47.1	-51.4	-40.5	-15.7	-15.6
법인세차감전이익	1,257.3	798.4	732.6	858.0	956.4
법인세비용	335.8	235.1	208.5	214.5	239.1
계속사업순이익	921.5	563.4	524.2	643.5	717.3
당기순이익	921.5	563.4	524.2	643.5	717.3
지배주주순이익	921.5	563.4	524.2	643.5	717.3
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	13.2	-12.4	1.1	4.7	4.7
영업이익 증감률	29.7	-37.3	-10.3	11.4	9.2
EBITDA 증감률	26.3	-28.7	-2.8	8.0	7.9
지배주주순이익 증감률	43.1	-38.9	-7.0	22.8	11.5
EPS 증감률	43.1	-38.9	-3.4	24.0	11.5
매출총이익율(%)	24.4	23.3	23.4	24.6	25.5
영업이익률(%)	14.2	10.2	9.0	9.6	10.0
EBITDA Margin(%)	16.8	13.6	13.1	13.5	13.9
지배주주순이익률(%)	9.4	6.6	6.1	7.1	7.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,279.9	783.7	1,119.9	1,224.6	1,368.7
당기순이익	910.2	607.2	524.2	643.5	717.3
비현금항목의 가감	650.2	626.5	668.3	664.4	687.0
유형자산감가상각비	179.6	217.7	263.7	265.3	281.0
무형자산감가상각비	65.6	76.0	86.7	86.9	87.0
지분법평가손익	-0.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	405.5	332.9	318.0	312.3	319.1
영업활동자산부채증감	96.5	-94.2	165.9	149.6	203.9
매출채권및기타채권의감소	41.9	204.2	-6.0	-25.3	-25.9
재고자산의감소	-163.7	105.7	-22.5	-95.3	-97.8
매입채무및기타채무의증가	278.1	-335.0	202.0	283.0	341.9
기타	-59.8	-69.1	-7.6	-12.8	-14.3
기타현금흐름	-377.0	-355.8	-238.5	-232.9	-239.5
투자활동 현금흐름	-248.7	-622.8	-591.7	-654.5	-623.4
유형자산의 취득	-170.4	-295.7	-270.5	-333.2	-302.0
유형자산의 처분	4.0	4.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-89.6	-99.8	-90.2	-90.2	-90.2
투자자산의감소(증가)	-4.8	-4.9	-3.8	-3.8	-3.8
단기금융자산의감소(증가)	0.6	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0
기타	11.5	-226.3	-226.4	-226.4	-226.4
재무활동 현금흐름	-347.0	164.0	-221.7	-210.3	-210.3
차입금의 증가(감소)	-128.1	462.5	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-2.3	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-2.5	-65.1	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-155.0	-173.2	-159.1	-150.0	-150.0
기타	-61.4	-60.2	-60.3	-60.3	-60.3
기타현금흐름	4.6	-64.2	-33.9	-38.9	-38.9
현금 및 현금성자산의 순증가	688.8	260.7	272.6	320.9	496.0
기초현금 및 현금성자산	711.2	1,596.1	1,856.8	2,129.4	2,450.3
기말현금 및 현금성자산	1,400.0	1,856.8	2,129.4	2,450.3	2,946.3

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,885.6	4,486.8	4,800.5	5,255.7	5,890.8
현금 및 현금성자산	1,400.0	1,856.8	2,129.5	2,450.4	2,946.4
단기금융자산	6.6	7.4	8.2	9.1	10.2
매출채권 및 기타채권	563.8	526.1	532.1	557.4	583.3
재고자산	1,814.1	1,985.0	2,007.5	2,102.8	2,200.6
기타유동자산	101.1	111.5	123.2	136.0	150.3
비유동자산	6,486.2	7,522.8	7,536.8	7,611.8	7,639.6
투자자산	18.9	23.7	27.3	31.0	34.7
유형자산	1,259.0	1,652.6	1,659.4	1,727.4	1,748.4
무형자산	4,984.7	5,587.2	5,590.7	5,594.1	5,597.2
기타비유동자산	223.6	259.3	259.4	259.3	259.3
자산총계	10,371.1	12,009.1	12,337.1	12,867.1	13,530.1
8	6	2	5	4	
유동부채	2,410.8	2,466.8	2,668.7	2,951.7	3,293.6
매입채무 및 기타채무	1,789.2	1,733.4	1,935.4	2,218.4	2,560.2
단기금융부채	149.8	245.5	245.5	245.5	245.5
기타유동부채	471.8	487.9	487.8	487.8	487.9
비유동부채	2,006.1	2,648.4	2,648.4	2,648.4	2,648.4
장기금융부채	1,270.0	1,803.4	1,803.4	1,803.4	1,803.4
기타비유동부채	736.1	845.0	845.0	845.0	845.0
부채총계	4,416.9	5,115.1	5,317.1	5,600.1	5,941.9
지배지분	5,954.8	6,894.5	7,020.1	7,267.3	7,588.3
자본금	55.6	63.4	61.0	61.0	61.0
자본잉여금	1,907.7	2,174.9	2,174.9	2,174.9	2,174.9
기타지분	-232.4	-327.9	-327.9	-327.9	-327.9
기타포괄손익누계액	-318.7	-630.6	-876.8	-	-
이익잉여금	4,542.7	5,614.8	5,988.9	6,482.4	7,049.6
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5,954.8	6,894.5	7,020.1	7,267.3	7,588.3

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	9,192	5,620	5,431	6,732	7,504
BPS	59,400	68,774	73,442	76,028	79,387
CFPS	15,678	11,869	12,355	13,683	14,691
DPS	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600
주가배수(배)					
PER	5.5	7.5	10.1	8.2	7.3
PER(최고)	7.3	11.1	13.6		
PER(최저)	3.5	5.9	7.5		
PBR	0.85	0.61	0.75	0.72	0.69
PBR(최고)	1.13	0.91	1.01		
PBR(최저)	0.54	0.48	0.56		
PSR	0.52	0.49	0.61	0.58	0.56
PCFR	3.2	3.5	4.5	4.0	3.8
EV/EBITDA	3.1	3.8	4.6	4.0	3.3
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	17.4	28.2	28.6	23.3	20.9
배당수익률(%·보통주, 현금)	3.2	3.8	2.9	2.9	2.9
ROA	9.4	5.0	4.3	5.1	5.4
ROE	16.8	8.8	7.5	9.0	9.7
ROIC	15.5	8.7	7.3	8.7	9.6
매출채권회전율	16.5	15.7	16.3	16.6	16.6
재고자산회전율	5.6	4.5	4.3	4.4	4.4
부채비율	74.2	74.2	75.7	77.1	78.3
순차입금비용	0.2	2.7	-1.3	-5.6	-12.0
이자보상배율, 현금	12.4	8.1	7.3	8.1	8.9
총차입금	1,419.8	2,048.9	2,048.9	2,048.9	2,048.9
순차입금	13.1	184.8	-88.8	-410.6	-907.6
EBITDA	1,635.1	1,165.1	1,132.4	1,223.1	1,319.5
FCF	1,093.9	428.8	715.1	731.4	893.3



BUY(Maintain)

목표주가 20,200원

주가(9/8) 15,340원

조선/기계/방산/항공우주 Analyst 이한결
gksruf9212@kiwoom.com

동사는 건기 사업부의 턴어라운드와 엔진 사업부의 구조적인 성장에 힘입어 실적 성장세가 나타날 것으로 전망한다. 건기 사업부는 유럽, 아프리카 지역의 수요 개선세 지속과 미국 시장의 반등이 기대된다. 엔진 사업부는 발전용 엔진 및 방산 엔진의 성장세에 힘입어 매출과 이익 개선이 지속될 것으로 판단한다. 목표주가 20,200원, 투자의견 BUY를 유지한다.

Stock Data

KOSPI (9/8)		3,219.59pt
시가총액		28,970억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	17,300 원	6,490원
최고/최저가 대비 등락	-11.3%	136.4%
주가수익률	절대	상대
	1M	-9.8% -10.0%
	6M	60.5% 27.8%
	1Y	123.6% 74.6%

Company Data

발행주식수	188,851 천주	
일평균 거래량(3M)	3,386천주	
외국인 지분율	15.5%	
배당수익률(25E)	0.4%	
BPS(25E)	10,787원	
주요 주주	HD현대사이트솔루 선 외 2인	34.9%

Price Trend



엔진 성장 본격화 전망

>>> 건기 사업의 턴어라운드

유럽, 아프리카 지역을 중심으로 4월부터 굴삭기 수출액이 성장세로 전환하였다. 유럽은 주요 국가의 인프라 투자 확대, 아프리카 지역은 금광 등 광산 개발 수요가 늘어나며 중/대형 제품의 수요 개선이 나타났다. 중국 시장의 점진적인 회복세도 지속되고 있다. 내년에도 유럽 지역에서 인프라 투자 및 신흥 자원국의 광산 개발 확대 기조는 유지될 것으로 전망한다. 또한, 북미 지역의 경우 매크로 불확실성이 해소되며 수요 반등이 나타날 것으로 판단한다. 건기 사업부가 실적 성장 사이클로 진입할 것으로 기대한다.

>>> 구조적인 엔진 사업부 성장세

발전용 및 방산 엔진의 성장세에 힘입어 매출과 이익 개선이 나타나고 있다. 발전용 엔진은 데이터센터의 확대 과정에서 비상 발전용 엔진의 수요가 증가한 점이 주효했다. 미국 내 엔진 업체들이 2년치 수주를 확보한 상황에서 빠르게 납기를 맞춰 줄 수 있는 동사에 신규 주문이 증가하고 있는 것으로 판단한다. 방산 엔진의 경우 주요 고객사의 추가 해외 수출 가능성이 높은 상황에서 선제적인 방산 생산 능력 확대에 따른 수혜가 기대된다. 발전용 엔진과 방산 엔진의 수익성이 매우 좋은 것으로 추정되기 때문에 엔진 사업부의 이익 개선세는 지속될 것으로 전망한다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 20,200원

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,659.6	4,114.2	4,440.2	4,883.4	5,133.3
영업이익	418.3	184.2	359.1	508.2	578.6
EBITDA	569.8	340.8	525.7	676.8	772.1
세전이익	342.4	160.8	281.5	487.5	562.9
순이익	230.7	108.4	195.9	346.6	400.2
지배주주지분순이익	230.7	108.4	195.8	346.5	400.0
EPS(원)	1,158	550	1,026	1,840	2,125
증감률(% YoY)	-0.4	-52.5	86.4	79.4	15.5
PER(배)	7.0	12.5	16.1	9.0	7.8
PBR(배)	0.89	0.72	1.53	1.32	1.13
EV/EBITDA(배)	4.1	6.0	7.4	5.8	4.7
영업이익률(%)	9.0	4.5	8.1	10.4	11.3
ROE(%)	13.4	5.9	10.1	15.8	15.6
순차입금비율(%)	39.3	39.7	35.9	30.2	15.1

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,659.6	4,114.2	4,440.2	4,883.4	5,133.3
매출원가	3,536.0	3,185.4	3,282.1	3,528.4	3,657.1
매출총이익	1,123.6	928.7	1,158.1	1,355.0	1,476.3
판매비	705.3	744.6	799.1	846.7	897.7
영업이익	418.3	184.2	359.1	508.2	578.6
EBITDA	569.8	340.8	525.7	676.8	772.1
영업외손익	-75.9	-23.4	-77.6	-20.8	-15.7
이자수익	9.6	7.8	7.9	8.1	13.2
이자비용	69.4	57.0	57.0	57.0	57.0
외환관련이익	97.1	133.6	73.4	73.4	73.4
외환관련손실	89.8	81.9	42.9	42.9	42.9
중속 및 관계기업손익	-0.1	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
기타	-23.3	-25.6	-58.7	-2.1	-2.1
법인세차감전이익	342.4	160.8	281.5	487.5	562.9
법인세비용	111.7	52.4	85.7	140.9	162.7
계속사업손익	230.7	108.4	195.9	346.6	400.2
당기순이익	230.7	108.4	195.9	346.6	400.2
지배주주순이익	230.7	108.4	195.8	346.5	400.0
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-2.0	-11.7	7.9	10.0	5.1
영업이익 증감률	25.8	-56.0	95.0	41.5	13.9
EBITDA 증감률	17.7	-40.2	54.3	28.7	14.1
지배주주순이익의 증감률	0.4	-53.0	80.6	77.0	15.4
EPS 증감률	-0.4	-52.5	86.4	79.4	15.5
매출총이익율(%)	24.1	22.6	26.1	27.7	28.8
영업이익률(%)	9.0	4.5	8.1	10.4	11.3
EBITDA Margin(%)	12.2	8.3	11.8	13.9	15.0
지배주주순이익률(%)	5.0	2.6	4.4	7.1	7.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	447.5	443.3	329.4	438.5	597.5
당기순이익	230.7	108.4	195.9	346.6	400.2
비현금항목의 가감	407.8	339.3	431.8	488.7	530.3
유형자산감가상각비	102.2	110.9	120.9	127.0	154.5
무형자산감가상각비	49.4	45.7	45.8	41.6	39.0
지분법평가손익	-0.1	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
기타	256.3	183.0	265.4	320.4	337.1
영업활동자산부채증감	-104.4	141.7	-163.5	-207.1	-126.6
매출채권및기타채권의감소	303.5	177.8	-57.0	-77.5	-43.7
재고자산의감소	-88.8	88.4	-108.1	-147.0	-82.9
매입채무및기타채무의증가	-273.4	28.1	-7.2	10.2	-6.1
기타	-45.7	-152.6	8.8	7.2	6.1
기타현금흐름	-86.6	-146.1	-134.8	-189.7	-206.4
투자활동 현금흐름	-121.8	-172.0	-254.3	-397.0	-294.5
유형자산의 취득	-116.5	-131.7	-148.3	-251.2	-125.6
유형자산의 처분	5.3	5.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-27.9	-38.4	-31.4	-32.6	-34.1
투자자산의감소(증가)	8.9	-1.2	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-297.0	156.5	87.7	49.1	27.5
기타	305.4	-162.3	-162.3	-162.3	-162.3
재무활동 현금흐름	-387.5	-274.3	-39.9	-35.2	-35.2
차입금의 증가(감소)	-320.9	-174.3	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-4.4	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-56.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-47.9	-21.9	-13.4	-13.2	-13.2
기타	-18.7	-22.1	-22.1	-22.0	-22.0
기타현금흐름	2.8	22.3	57.4	57.4	57.4
현금 및 현금성자산의 순증가	-58.9	19.3	92.7	63.8	325.2
기초현금 및 현금성자산	298.4	239.5	258.8	351.4	415.2
기말현금 및 현금성자산	239.5	258.8	351.4	415.2	740.4

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,833.4	2,596.3	2,758.0	2,989.8	3,408.1
현금 및 현금성자산	239.5	258.8	351.5	415.1	740.4
단기금융자산	355.8	199.3	111.6	62.5	35.0
매출채권 및 기타채권	748.1	719.4	776.4	853.9	897.6
재고자산	1,425.5	1,364.3	1,472.4	1,619.4	1,702.3
기타유동자산	64.5	54.5	46.1	38.9	32.8
비유동자산	1,585.0	1,690.9	1,703.6	1,818.5	1,784.5
투자자산	3.6	4.5	4.2	4.0	3.7
유형자산	1,187.9	1,227.5	1,254.9	1,379.1	1,350.2
무형자산	160.5	160.9	146.5	137.4	132.6
기타비유동자산	233.0	298.0	298.0	298.0	298.0
자산총계	4,418.4	4,287.2	4,461.6	4,808.3	5,192.6
유동부채	1,803.4	1,674.8	1,667.6	1,677.8	1,671.7
매입채무 및 기타채무	826.3	797.4	790.2	800.4	794.4
단기금융부채	667.5	570.5	570.5	570.5	570.5
기타유동부채	309.6	306.9	306.9	306.9	306.8
비유동부채	801.7	765.2	765.2	765.2	765.2
장기금융부채	641.0	621.4	621.4	621.4	621.4
기타비유동부채	160.7	143.8	143.8	143.8	143.8
부채총계	2,605.1	2,440.0	2,432.8	2,443.0	2,436.9
자본지분	1,815.1	1,849.3	2,030.7	2,367.2	2,757.3
자본금	199.6	199.6	195.2	195.2	195.2
자본잉여금	340.0	340.2	340.2	340.2	340.2
기타자본	-	-	-	-	-
기타포괄손익누계액	1,580.7	1,580.7	1,580.7	1,580.7	1,580.7
이익잉여금	251.1	264.8	268.0	271.2	274.5
비지배지분	2,605.1	2,625.4	2,808.0	3,141.2	3,528.1
자본총계	-1.8	-2.1	-2.0	-1.8	-1.7
자본총계	1,813.3	1,847.2	2,028.7	2,365.4	2,755.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,158	550	1,026	1,840	2,125
BPS	9,094	9,599	10,787	12,574	14,647
CFPS	3,206	2,274	3,288	4,437	4,943
DPS	110	70	70	70	70
주가배수(배)					
PER	7.0	12.5	16.1	9.0	7.8
PER(최고)	12.7	16.6	16.4		
PER(최저)	5.7	11.4	6.7		
PBR	0.89	0.72	1.53	1.32	1.13
PBR(최고)	1.62	0.95	1.56		
PBR(최저)	0.73	0.65	0.63		
PSR	0.35	0.33	0.71	0.64	0.61
PCFR	2.5	3.0	5.0	3.7	3.3
EV/EBITDA	4.1	6.0	7.4	5.8	4.7
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	9.5	12.4	6.7	3.8	3.3
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.4	1.0	0.4	0.4	0.4
ROA	5.0	2.5	4.5	7.5	8.0
ROE	13.4	5.9	10.1	15.8	15.6
ROIC	10.7	3.6	9.2	12.2	13.0
매출채권회전율	4.4	5.6	5.9	6.0	5.9
재고자산회전율	3.4	2.9	3.1	3.2	3.1
부채비율	143.7	132.1	119.9	103.3	88.4
순차입금비율	39.3	39.7	35.9	30.2	15.1
이자보상배율, 현금	6.0	3.2	6.3	8.9	10.2
총차입금	1,308.5	1,191.9	1,191.9	1,191.9	1,191.9
순차입금	713.2	733.9	728.8	714.3	416.5
EBITDA	569.8	340.8	525.7	676.8	772.1
FCF	203.5	227.0	73.3	39.1	318.6

HD현대건설기계 (267270)



BUY(Maintain)

목표주가 126,000원

주가(9/8) 93,600원

조선/기계/방산/항공우주 Analyst 이한결

gksruf9212@kiwoom.com

동사는 건기 사업부의 턴어라운드와 HD현대인프라코어 합병에 따른 수혜가 기대된다. HD현대인프라코어 흡수 합병을 통해 엔진 사업부의 성장세를 공유할 예정이다. 또한, 양사 건기 사업부의 생산 체계 및 자재 구매 등을 일원화하여 시너지 효과가 발생할 것으로 기대한다. 목표주가 126,000원, 투자 의견 BUY를 유지한다.

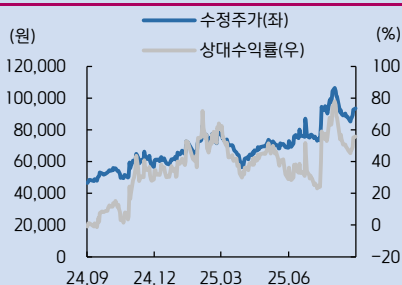
Stock Data

KOSPI (9/8)		3,219.59pt
시가총액		16,247억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	106,500 원	46,600원
최고/최저가 대비 등락	-12.1%	100.9%
주가수익률	절대	상대
	1M	-10.3%
	6M	19.4%
	1Y	97.9%
		-10.6%
		-4.9%
		55.9%

Company Data

발행주식수	17,358 천주
일평균 거래량(3M)	245천주
외국인 지분율	16.7%
배당수익률(25E)	0.6%
BPS(25E)	99,577원
주요 주주	HD현대사이트솔 41.0%
	루션 외 5인

Price Trend



합병이 가져올 기대 효과

>>> 건기 사업의 턴어라운드

유럽, 아프리카 지역을 중심으로 4월부터 굴삭기 수출액성장세로 전환하였다. 유럽은 주요 국가의 인프라 투자 확대, 아프리카 지역은 금광 등 광산 개발 수요가 늘어나며 중/대형 제품의 수요 개선이 나타났다. 인도 시장이 인프라 투자 지연으로 다소 부진하였으나 4분기부터 인프라 투자가 재개되며 실적 회복세가 나타날 것이다. 내년에도 유럽 지역에서 인프라 투자 및 신흥 자원국의 광산 개발 확대 기조는 유지될 것으로 전망한다. 또한, 북미 지역의 경우 매크로 불확실성이 해소되며 수요 반등이 나타날 것으로 판단한다. 건기 사업부가 실적 성장 사이클로 진입할 것으로 기대한다.

>>> HD현대인프라코어 합병 수혜

동사는 HD현대인프라코어를 흡수 합병하며 엔진 사업부의 성장세를 공유할 예정이다. 또한, 건기 사업부도 시너지가 기대된다. 합병 이후에도 양 브랜드 체제를 유지하지만 글로벌 생산 체계와 자재 구매 등은 일원화를 통해 효율성을 극대화할 계획이다. 신규 제품 개발 과정에서도 중복 투자를 제거하여 비용 절감 효과가 기대된다. 합병 이후 건기 사업부의 매출 볼륨 확대와 엔진 사업부의 중장기 성장 기대감이 더해지며 글로벌 Peer 대비 저평가 요소가 해소될 것으로 판단한다. 건설기계 업종 Top Pick으로 제시한다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 126,000원

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	3,825.0	3,438.1	3,604.7	3,890.6	4,189.3
영업이익	257.2	190.4	168.6	249.4	286.2
EBITDA	324.4	259.1	248.2	324.3	354.9
세전이익	190.2	121.5	104.5	237.8	278.6
순이익	127.5	86.0	71.5	168.8	197.8
지배주주지분순이익	139.4	100.0	78.7	185.7	217.6
EPS(원)	7,077	5,277	4,385	10,678	12,511
증감률(% YoY)	25.0	-25.4	-16.9	143.5	17.2
PER(배)	7.3	11.0	22.4	9.2	7.9
PBR(배)	0.65	0.64	0.99	0.89	0.80
EV/EBITDA(배)	4.6	5.9	8.5	6.1	5.1
영업이익률(%)	6.7	5.5	4.7	6.4	6.8
ROE(%)	9.2	6.2	4.6	10.2	10.8
순차입금비용(%)	15.6	17.8	13.6	5.9	-1.5

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,825.0	3,438.1	3,604.7	3,890.6	4,189.3
매출원가	3,100.4	2,787.2	2,952.1	3,117.4	3,347.3
매출총이익	724.6	650.8	652.6	773.2	842.1
판매비	467.3	460.4	484.1	523.7	555.9
영업이익	257.2	190.4	168.6	249.4	286.2
EBITDA	324.4	259.1	248.2	324.3	354.9
영업외손익	-67.0	-68.9	-64.1	-11.7	-7.6
이자수익	11.1	9.8	11.5	15.1	19.1
이자비용	45.8	43.0	43.0	43.0	43.0
외환관련이익	87.9	79.0	60.5	60.5	60.5
외환관련손실	61.6	58.5	41.2	41.2	41.2
종속 및 관계기업손익	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	-58.6	-56.1	-51.8	-3.0	-2.9
법인세차감이익	190.2	121.5	104.5	237.8	278.6
법인세비용	62.7	35.5	32.9	69.0	80.8
계속사업손익	127.5	86.0	71.5	168.8	197.8
당기순이익	127.5	86.0	71.5	168.8	197.8
지배주주순이익	139.4	100.0	78.7	185.7	217.6
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	8.8	-10.1	4.8	7.9	7.7
영업이익 증감률	50.8	-26.0	-11.4	47.9	14.8
EBITDA 증감률	38.0	-20.1	-4.2	30.7	9.4
지배주주순이익의 증감률	25.0	-28.3	-21.3	136.0	17.2
EPS 증감률	25.0	-25.4	-16.9	143.5	17.2
매출총이익율(%)	18.9	18.9	18.1	19.9	20.1
영업이익율(%)	6.7	5.5	4.7	6.4	6.8
EBITDA Margin(%)	8.5	7.5	6.9	8.3	8.5
지배주주순이익율(%)	3.6	2.9	2.2	4.8	5.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	318.2	260.6	152.3	205.2	226.2
당기순이익	127.5	86.0	71.5	168.8	197.8
비현금항목의 가감	246.2	190.1	178.5	206.2	207.8
유형자산감가상각비	54.2	56.4	67.7	63.0	56.6
무형자산감가상각비	12.9	12.2	11.9	11.9	12.1
지분법평가손익	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	179.1	121.6	99.0	131.4	139.2
영업활동자산부채증감	39.3	66.6	-33.2	-72.9	-74.7
매출채권및기타채권의감소	74.3	13.4	-25.4	-43.6	-45.6
채고자산의감소	111.4	-1.1	-54.7	-93.9	-98.1
매입채무및기타채무의증가	-99.8	83.0	39.6	56.9	61.9
기타	-46.6	-28.7	7.3	7.7	7.1
기타현금흐름	-94.8	-82.1	-64.5	-96.9	-104.7
투자활동 현금흐름	-64.9	-194.6	-56.7	-42.6	-44.5
유형자산의 취득	-116.0	-173.3	-36.6	-20.8	-22.3
유형자산의 처분	0.8	1.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-13.2	-14.5	-11.9	-13.2	-13.2
투자자산의감소(증가)	-0.7	-0.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	170.0	7.4	6.9	6.4	6.0
기타	-105.8	-15.1	-15.1	-15.0	-15.0
재무활동 현금흐름	-222.9	-253.8	-221.2	-220.8	-220.8
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-1.6	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-30.3	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-32.7	-12.7	-8.8	-10.0	-10.0
기타	-190.2	-210.8	-210.8	-210.8	-210.8
기타현금흐름	4.2	24.3	198.3	198.3	198.3
현금 및 현금성자산의 순증가	34.6	-163.4	72.8	140.2	159.2
기초현금 및 현금성자산	393.1	427.7	264.2	337.0	477.2
기말현금 및 현금성자산	427.7	264.2	337.0	477.2	636.4

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,199.2	2,112.8	2,250.4	2,513.9	2,803.8
현금 및 현금성자산	427.7	264.2	337.0	477.2	636.4
단기금융자산	112.0	104.6	97.7	91.3	85.3
매출채권 및 기타채권	500.5	524.8	550.2	593.9	639.5
채고자산	1,059.1	1,128.7	1,183.4	1,277.3	1,375.3
기타유동자산	99.9	90.5	82.1	74.2	67.3
비유동자산	1,097.8	1,211.8	1,180.6	1,139.6	1,106.3
투자자산	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3
유형자산	817.3	903.1	872.0	829.8	795.5
무형자산	92.7	93.2	93.1	94.4	95.5
기타비유동자산	187.1	214.9	215.0	215.0	215.0
자산총계	3,297.0	3,324.6	3,430.9	3,653.5	3,910.0
유동부채	1,014.2	1,063.5	1,103.2	1,160.0	1,221.9
매입채무 및 기타채무	394.6	536.4	576.0	632.9	694.8
단기금융부채	441.7	348.2	348.2	348.2	348.2
기타유동부채	177.9	178.9	179.0	178.9	178.9
비유동부채	511.7	467.3	467.3	467.3	467.3
장기금융부채	373.6	339.2	339.2	339.2	339.2
기타비유동부채	138.1	128.1	128.1	128.1	128.1
부채총계	1,525.9	1,530.8	1,570.4	1,627.3	1,689.2
자본지분	1,576.5	1,657.8	1,731.7	1,914.3	2,128.7
자본금	98.5	94.2	89.7	89.7	89.7
자본잉여금	803.2	838.5	841.5	841.5	841.5
기타자본	-82.1	-77.8	-77.8	-77.8	-77.8
기타포괄손익누계액	151.5	147.8	154.7	161.6	168.5
이익잉여금	605.3	655.0	723.7	899.3	1,106.8
비지배지분	194.6	136.0	128.9	112.0	92.2
자본총계	1,771.1	1,793.8	1,860.6	2,026.2	2,220.9

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	7,077	5,277	4,385	10,678	12,511
BPS	80,021	90,564	99,577	110,073	122,403
CFPS	18,964	14,575	13,935	21,566	23,324
DPS	700	500	600	600	600
주가배수(배)					
PER	7.3	11.0	22.4	9.2	7.9
PER(최고)	13.1	13.5	22.9		
PER(최저)	6.2	8.5	12.7		
PBR	0.65	0.64	0.99	0.89	0.80
PBR(최고)	1.16	0.78	1.01		
PBR(최저)	0.55	0.50	0.56		
PSR	0.27	0.32	0.49	0.44	0.41
PCFR	2.7	4.0	7.1	4.6	4.2
EV/EBITDA	4.6	5.9	8.5	6.1	5.1
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	10.0	10.3	14.1	6.0	5.1
배당수익률(%·보통주, 현금)	1.4	0.9	0.6	0.6	0.6
ROA	3.8	2.6	2.1	4.8	5.2
ROE	9.2	6.2	4.6	10.2	10.8
ROIC	8.5	6.0	5.3	8.1	9.1
매출채권회전율	8.2	6.7	6.7	6.8	6.8
채고자산회전율	3.5	3.1	3.1	3.2	3.2
부채비율	86.2	85.3	84.4	80.3	76.1
순차입금비용	15.6	17.8	13.6	5.9	-1.5
이자보상배율, 현금	5.6	4.4	3.9	5.8	6.7
총차입금	815.2	687.4	687.4	687.4	687.4
순차입금	275.6	318.5	252.6	118.9	-34.4
EBITDA	324.4	259.1	248.2	324.3	354.9
FCF	155.6	78.0	113.3	145.1	161.7

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

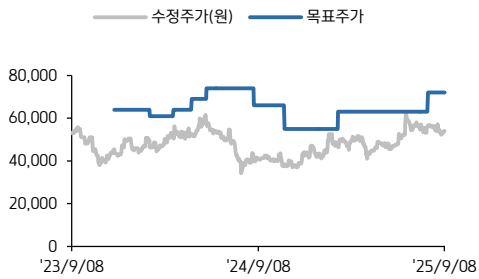
투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%) 평균 주가 대비	최고 주가 대비
두산밥캣 (241560)	2023-11-30	BUY(Initiate)	64,000원	6개월	-27.07	-20.47
	2024-02-08	BUY(Maintain)	61,000원	6개월	-20.68	-12.79
	2024-03-25	BUY(Maintain)	64,000원	6개월	-17.85	-12.34
	2024-04-30	BUY(Maintain)	69,000원	6개월	-19.44	-10.87
	2024-05-29	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-35.58	-22.03
	2024-08-30	BUY(Maintain)	66,000원	6개월	-38.11	-34.02
	2024-10-29	BUY(Maintain)	55,000원	6개월	-21.66	-4.55
	2025-02-11	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-24.22	-17.94
	2025-05-27	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-20.47	-1.90
	2025-08-06	BUY(Maintain)	72,000원	6개월	-23.67	-20.56
	2025-09-08	BUY(Maintain)	72,000원	6개월		
HD현대 건설기계 (267270)	2023-11-30	BUY(Initiate)	74,000원	6개월	-33.51	-29.46
	2024-01-16	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-33.31	-23.38
	2024-02-07	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-30.56	-22.16
	2024-03-25	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-29.52	-20.54
	2024-04-25	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-28.73	-19.32
	2024-08-06	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-29.08	-22.84
	2024-10-24	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-12.39	3.86
	2025-02-07	Outperform (Downgrade)	82,000원	6개월	-11.45	15.85
	2025-08-06	BUY(Upgrade)	126,000원	6개월	-25.15	-15.48
	2025-09-08	BUY(Maintain)	126,000원	6개월		
HD현대 인프라코어 (042670)	2023-11-30	BUY(Initiate)	12,000원	6개월	-35.32	-31.67
	2024-01-16	BUY(Maintain)	12,000원	6개월	-35.88	-30.00
	2024-02-05	BUY(Maintain)	12,000원	6개월	-34.78	-28.58
	2024-03-25	BUY(Maintain)	12,000원	6개월	-34.21	-28.58
	2024-04-30	BUY(Maintain)	12,000원	6개월	-33.60	-27.25
	2024-05-29	BUY(Maintain)	12,000원	6개월	-34.20	-29.50
	2024-07-23	BUY(Maintain)	12,000원	6개월	-37.07	-26.42
	2024-10-29	BUY(Maintain)	10,000원	6개월	-27.98	-20.40
	2025-02-05	BUY(Maintain)	10,000원	6개월	-21.68	-1.70
	2025-05-27	BUY(Maintain)	11,000원	6개월	7.18	43.18
	2025-08-06	BUY(Maintain)	20,200원	6개월	-24.67	-14.36
	2025-09-08	BUY(Maintain)	20,200원	6개월		

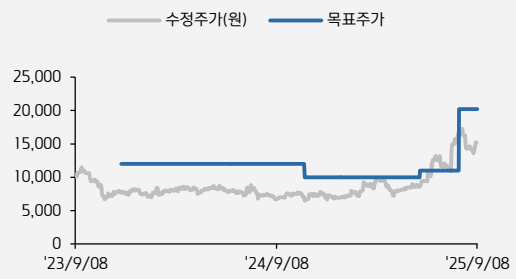
* 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

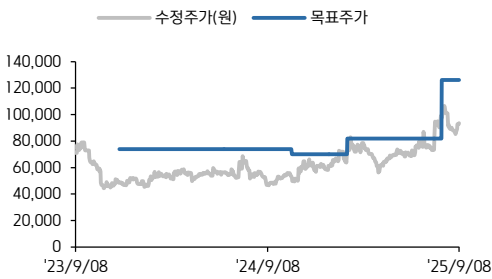
두산발켓 (241560)



HD현대인프라코어 (042670)



HD현대건설기계 (267270)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/07/01~2025/06/30)

매수	중립	매도
96.48%	3.52%	0.00%