

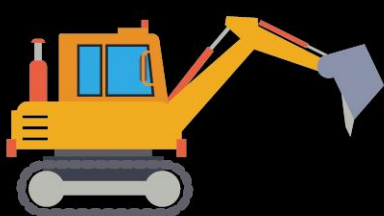
건설기계 (Positive)

비워냈으니 채울 차례

건설기계 업종에 대해 Positive 투자의견을 유지하고, **두산밥캣**을 업종 내 **최 선호주**로 제시합니다. '24년은 고금리 상황 지속되며 딜러 재고를 감축하는 사이클이었으나 '25년은 금리 인하 대기 수요의 구매 전환 및 낮아진 딜러 재고를 기반으로 한 홀세일 매출의 반등을 기대합니다. 특히, 업황 반등 시 북미 매출 비중이 높고 북미 생산기지를 보유한 업체가 트럼프 2기 행정부 정책 스탠스를 고려했을 때 유리하다고 판단합니다. 우크라이나 재건의 경우, 과도한 기대는 경계할 필요가 있겠으나 러시아 시장 판매 및 유럽 주변국 수요의 회복까지 고려한다면 주가 업사이드 리스크로 작용할 수 있을 것으로 예상합니다.



방산/우주/기계 배성조 | seongjo.bae@hanwha.com | 3772-7611



| Contents |

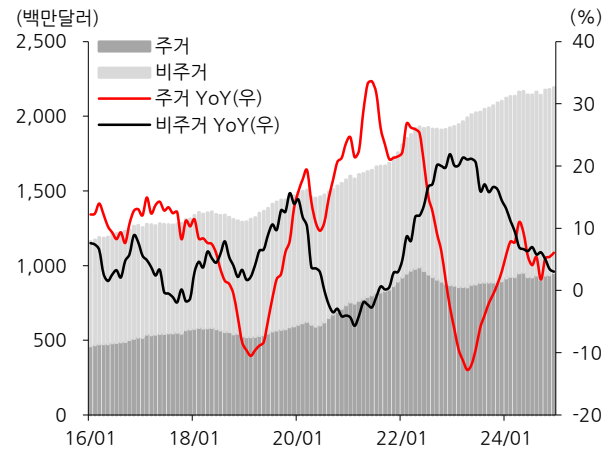
I. 핵심요약.....	03
II. 주요 도표.....	04
III. 투자전략.....	08
IV. 재고, 비워냈으니 채울 차례.....	09
1. 북미: 하반기 업황 회복 기대.....	09
2. 신흥: 중국, 인도 외에는 어려운 시기.....	18
3. 재건: 재건 수요의 실체 파악하기.....	24
4. 밸류: Peer 대비 할인폭 축소 가능성 점검.....	28
V. 기업분석.....	31
1. 두산밥캣 (241560).....	32
2. HD현대인프라코어 (042670).....	35
3. HD현대건설기계 (267270).....	38

I. 핵심 요약

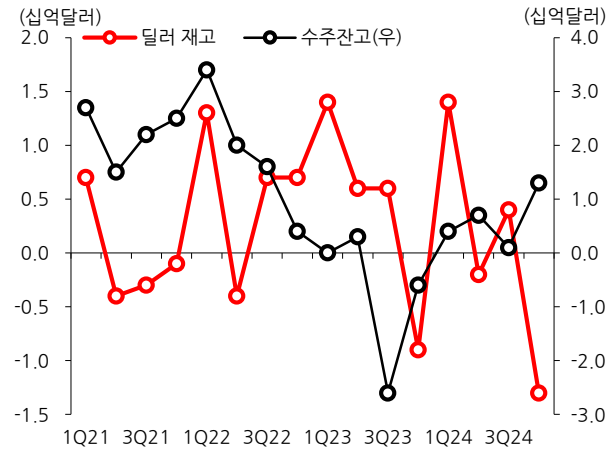
건설기계 업종 Positive 투자의견 유지	건설기계 업종에 대해 Positive 투자의견을 유지한다. '24년은 ①고금리 상황 지속, ②'24년 초 호황 지속을 기대하며 높아졌던 재고, ③미국을 포함한 주요 지역 선거 불확실성으로 인해 업황이 둔화되었으나 '25년은 하반기부터 금리 인하 대기 수요의 구매 전환 및 낮아진 달러 재고를 기반으로 한 홀세일 매출의 반등을 기대하기 때문이다.
북미: 낮은 기저 형성, 업황 반등에 대비	'25년 하반기 북미 건설기계 업황 턴어라운드를 기대한다. '24년 북미는 ①고금리 상황 지속, ②'24년 초 호황을 기대하며 높아졌던 재고, ③대선 불확실성 등으로 고전했다. 국내 업체들은 '24년 홀세일 부진을 겪으면서 달러 재고를 많이 비워냈다. '24년 말 기준 각 사의 달러 재고 절대 수준은 1Q24 고점 대비 20~30% 가량 줄어든 것으로 추정한다. 하반기 업황 회복을 기대하는 이유는 ①모기지 금리 안정 시 주택 공급 부족으로 인한 착공 개선 가능성, ②트럼프 2기 출범 후 인프라 투자 재개 기대 등이다.
관세에 대한 영향은 아직 불확실하나 북미 생산 비중이 높은 업체가 안전	미국의 관세 정책이 건설기계 산업에 미칠 영향은 아직 예단하기 어려우나, 과도한 우려는 불필요하다고 판단한다. 미국은 '23년 70억불, '24년 54억불 규모의 굴착기를 역외 수입했는데, 건설장비에 대한 관세는 자국 건설업에도 부정적일 수 있기 때문에 신중히 접근할 가능성이 있다. 업계 리더이자 미국 기업인 Caterpillar의 경우, 과거처럼 공격적인 CAPEX 확장(달러/채널망 확대 포함)을 하고 있지 않다. 그럼에도 북미 생산 비중이 높은 업체가 불확실성 제거 측면에서는 유리할 것으로 판단한다.
신흥시장 전반적으로는 어려운 시기, 중국과 인도를 기대	'25년 신흥시장은 고금리, 고환율 장기화로 전반적으로 어려운 시기가 이어질 것으로 전망한다. 다만, 중국과 인도는 기대해 볼만 하다고 판단한다. 중국은 ①'26년 장비 교체 주기 도래, ②초대형 제품 출시, ③부동산 시장 저점 통과를 기대하기 때문이다. 인도는 ①정부 주도 인프라 투자 지속(HCE 굴착기 MS 17%로 2위), ②HCE 하반기 MEX 등 신규모델 출시, ③HCE 인도공장 역외수출 확대를 기대하기 때문이다.
우크라이나 재건과 관련한 과도한 기대는 경계, 그럼에도 종전은 주가 상승 요인	우크라이나 재건과 관련한 과도한 기대는 경계할 필요가 있다고 판단하며, 재건 시에도 우크라이나가 기여할 수 있는 연 매출은 회사별로 1,000억원 미만일 것으로 예상한다. 다만, 연간 굴착기 판매량 1.1~1.6만대 수준, HD현대 2사 MS가 각각 10~13%로 추정되는 러시아 시장 판매가 돌아오는 것과 유럽 주변국 수요 회복에 따른 수혜까지 고려한다면 종전은 건설기계 업체의 주가 상승 요인으로 충분히 작용할 수 있다는 판단이다.
북미 매출 비중 높고 생산기지 보유한 업체 선호	업종 내 북미 매출 비중이 높고 북미 생산기지를 보유한 업체를 선호한다. 달러 재고가 낮아진 상황에서 하반기 업황 반등 시 북미 노출도가 높은 업체가 큰 수혜를 입을 것으로 기대한다. 트럼프 행정부의 법인세율 인하(21%→15%) 및 수입관세 부과에 관한 정책 스탠스를 고려해도, 북미 생산기지를 보유한 업체가 유리하다. 국내 3사의 경영계획상 환율이 밥캣은 1,320원, HD현대 2사는 1,300원으로 현재 환율 수준 대비 매우 보수적으로 책정했다는 점 또한 감안할 필요가 있다.
최선희주 두산밥캣 투자의견 Buy 목표주가 64,000원	최선희주로 두산밥캣을 제시한다. ①북미 매출 비중이 약 75%로 가장 높고 Core 제품(SSL/CTL 등)의 MS도 약 30%에 달하며, ②생산의 약 67%가 북미에서 이뤄져 관세 불확실성에서 가장 안전한 동시에 리쇼어링 수혜(법인세 인하 등 포함)가 기대되고, ③12MF P/E가 7.4배 수준으로 국내외 Peer 대비 가장 저평가되어 있기 때문이다.

II. 주요 도표

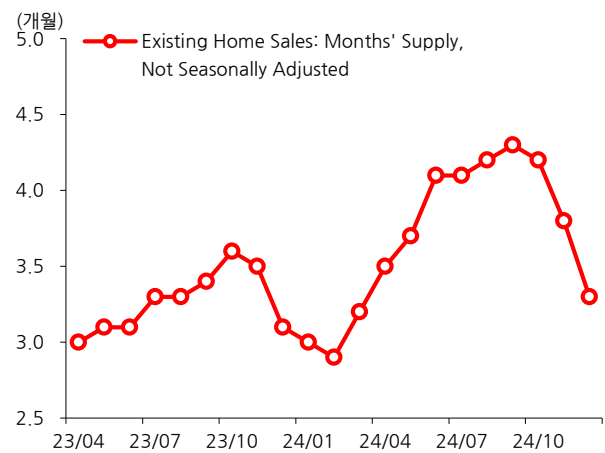
[그림1] 미국 건설지출(주거/비주거) 추이



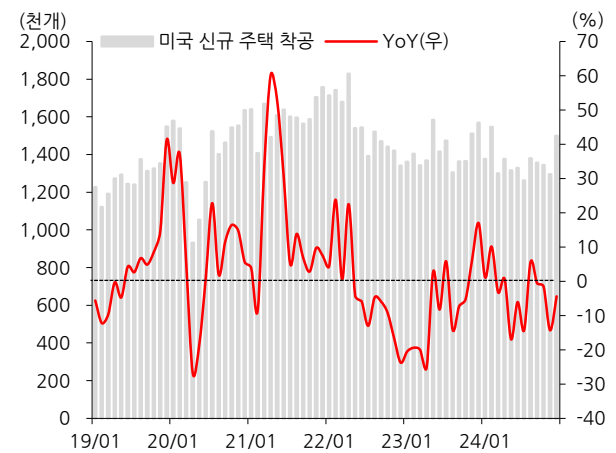
[그림2] Caterpillar 달러 재고 및 수주잔고 QoQ 증감분 추이



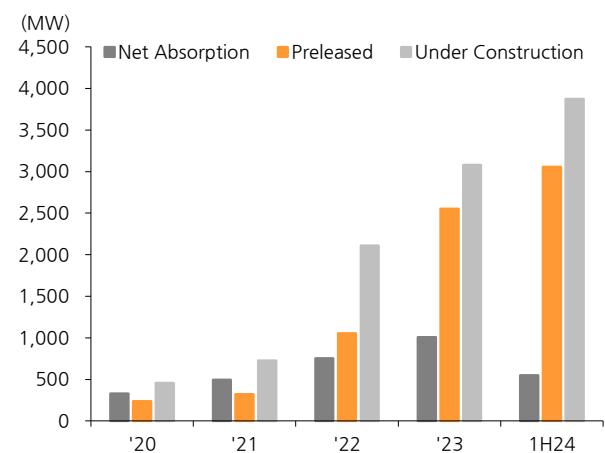
[그림3] 미국 기존주택 재고 추이



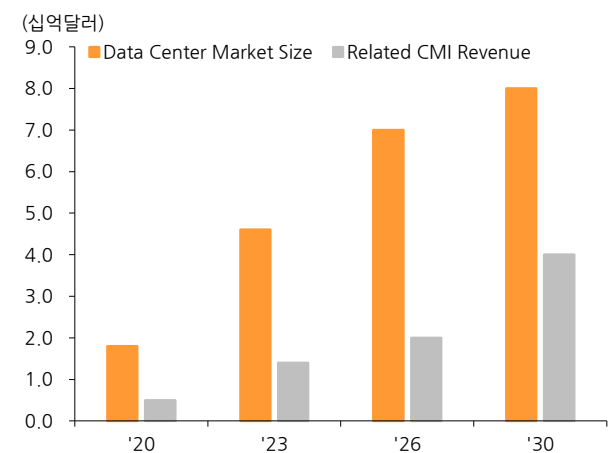
[그림4] 미국 신규 주택 착공 추이 ('24년 12월 MoM +16%)



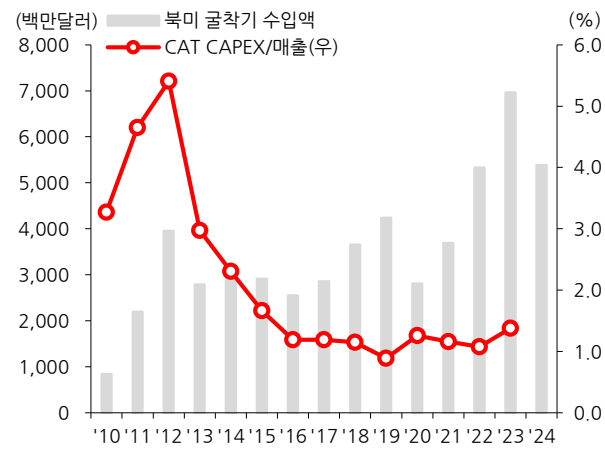
[그림5] 북미 주요 데이터센터 시장 임대/건설 트렌드



[그림6] Cummins의 데이터센터 관련 수요 및 매출 전망

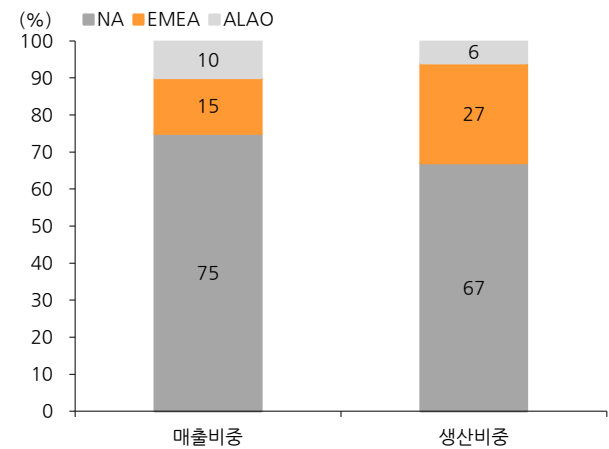


[그림7] 미국 굴착기 수입액 및 CAT CAPEX/매출 비중 추이



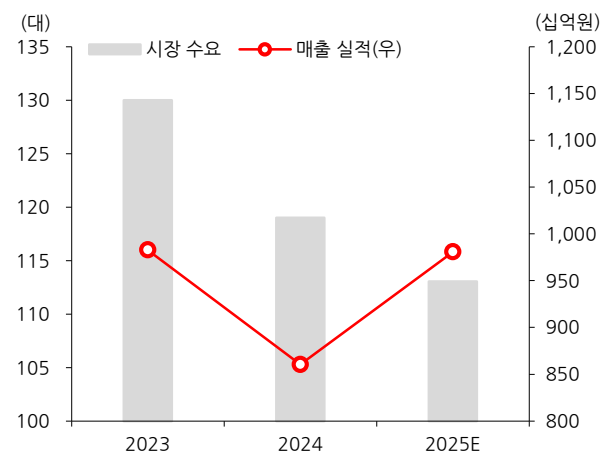
주: Caterpillar Construction Industries 사업부 기준
자료: KITA, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 두산밥캣 북미 매출/생산 비중



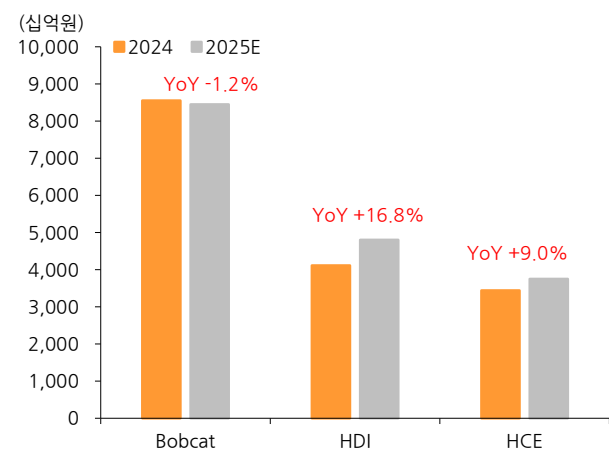
주: 2024년 건설기계(CE) 기준 / 자료: 두산밥캣, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] HCE 북미 시장 수요 및 매출 실적 추이 및 전망



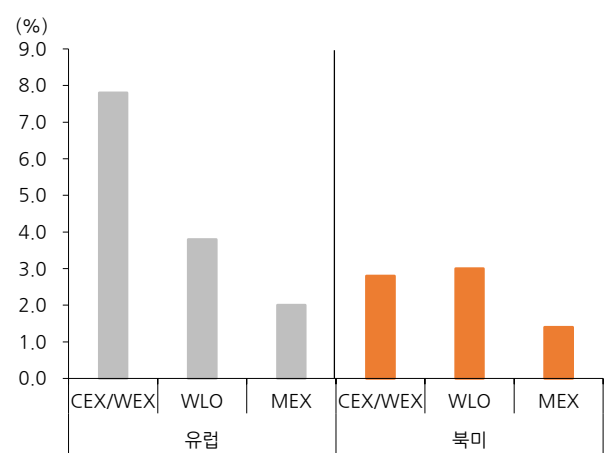
자료: HD현대건설기계, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 건설기계 3사 매출액 가이드스 비교



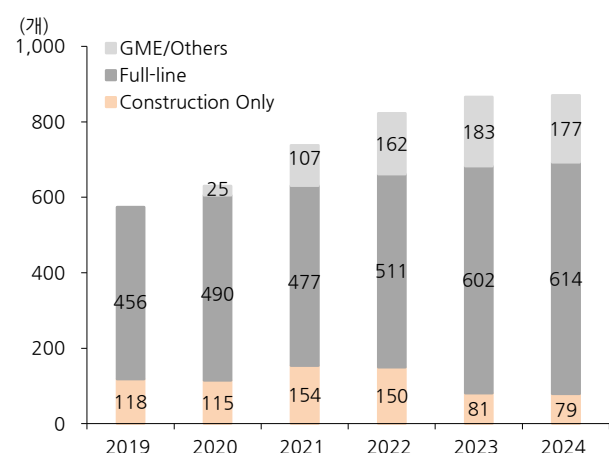
자료: 두산밥캣, HD현대인프라코어, HD현대건설기계, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 선진시장에서의 HDI 제품별 시장점유율 추정



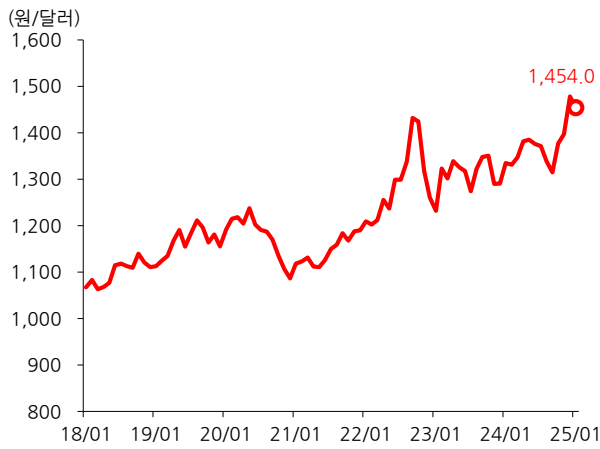
주: '24년 상반기 기준 추정치
자료: HD현대인프라코어, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 두산밥캣 북미 딜러사 개수 추이



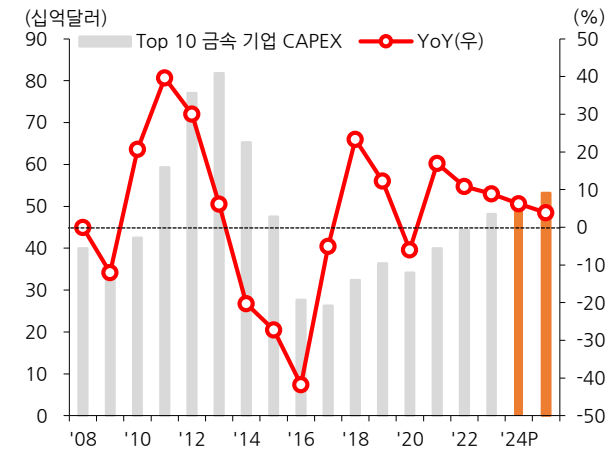
자료: 두산밥캣, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 원/달러 환율 추이



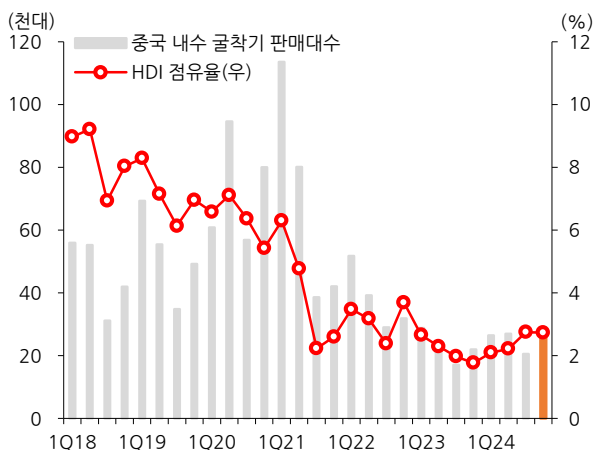
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 글로벌 Top 10 금속 기업 CAPEX 추이 및 전망



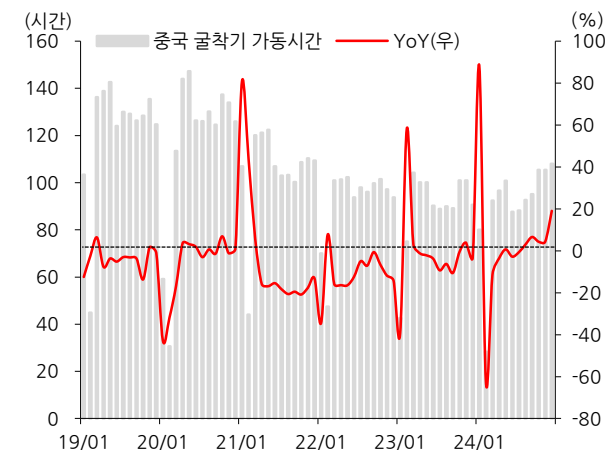
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 중국 굴착기 내수 시장 판매대수 및 HDI 점유율 추이



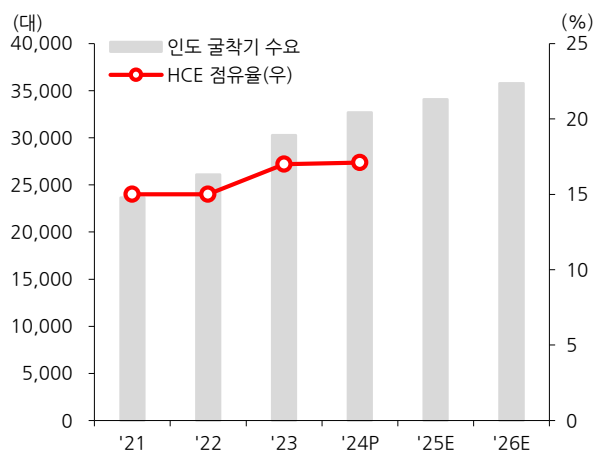
자료: HD현대사이트솔루션, CCMA, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] Komtrax 중국 지역 월 평균 굴착기 가동시간



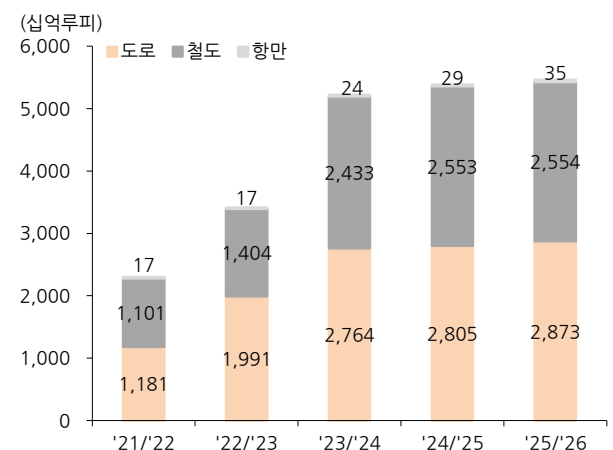
주: '24년 12월 기준 / 자료: Komatsu, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 인도 굴착기 수요 및 HD 현대건설기계 점유율



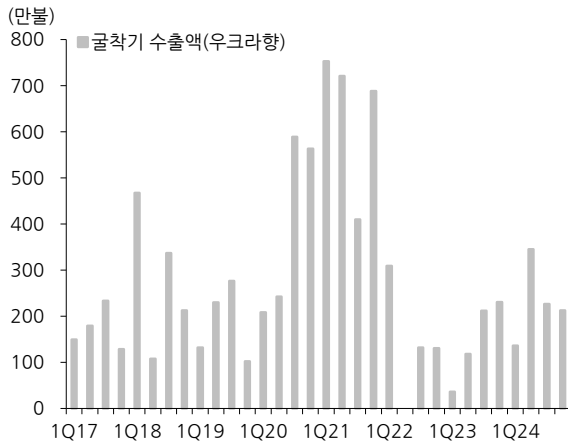
자료: HD현대건설기계, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 인도 주요 인프라 부문 예산 추이



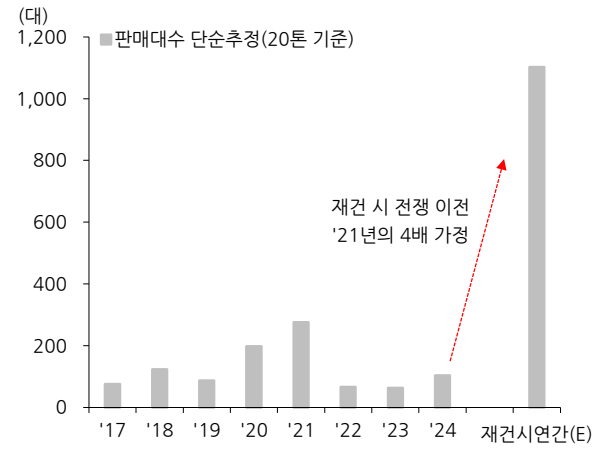
자료: 인도 재무부, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 우크라이나 굴착기 수출액 추이



자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

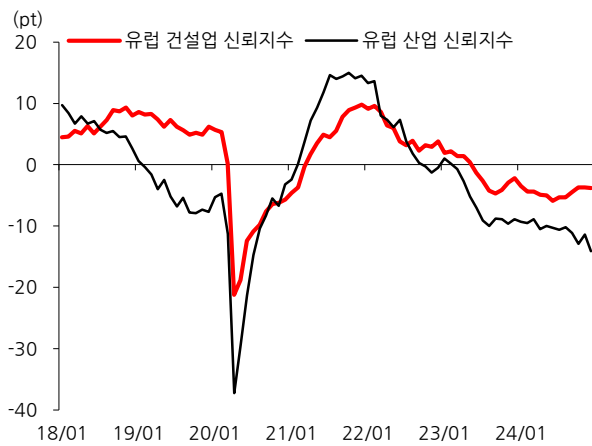
[그림20] 국내 건설기계 업체 우크라 연간 판매대수 단순 추정



주: 통관 중량을 20톤으로 나눠서 단순 추정

자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

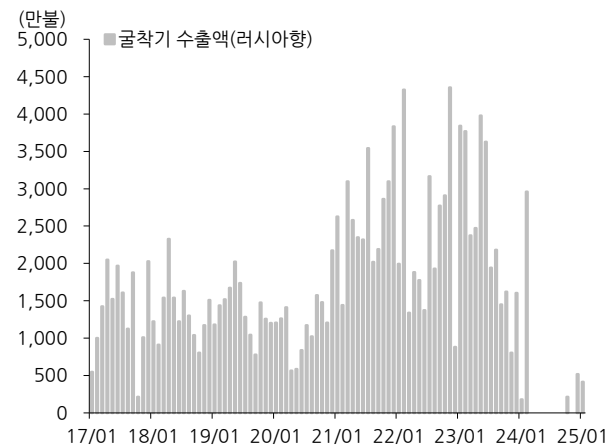
[그림21] 유럽 건설업 및 산업 신뢰지수



주: '25년 1월 기준, 기준점=0

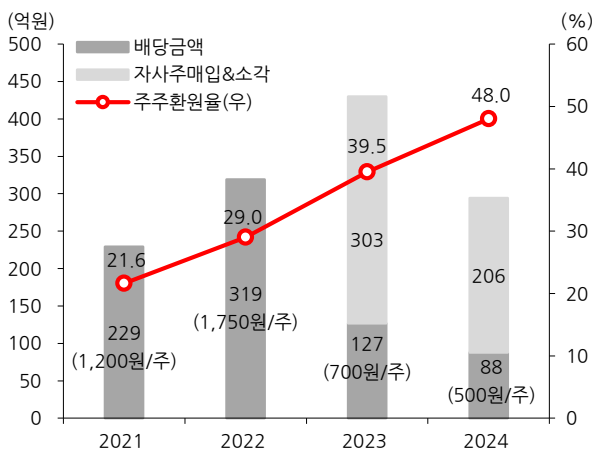
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 러시아 굴착기 수출액 추이



자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

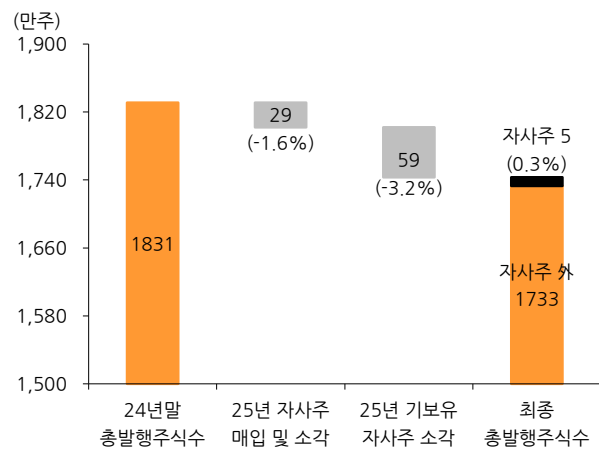
[그림23] HD 현대건설기계 현금배당/자사주매입&소각 추이



주: 주주환원율 = (배당+자사주매입&소각) / 별도당기순이익

자료: HD현대건설기계, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] HD 현대건설기계 2025년 자사주 매입 및 소각



주: 기보유 자사주 643,797주 중 592,000주 소각 (잔여 51,797주도 소각 추진)

자료: HD현대건설기계, 한화투자증권 리서치센터

III. 투자전략

건설기계 업종 Positive
투자의견 유지

건설기계 업종에 대해 Positive 투자의견을 유지한다. '24년은 ①고금리 상황 지속, ②'24년 초 호황 지속을 기대하며 높아졌던 재고, ③미국을 포함한 주요 지역 선거 불확실성으로 인해 업황이 둔화되었으나 '25년은 하반기부터 금리 인하 대기 수요의 구매 전환 및 낮아진 달러 재고를 기반으로 한 홀세일 매출의 반등을 기대하기 때문이다.

북미 매출 비중 높고
생산기지 보유한 업체 선호

특히 건설기계 업체들에게 매출 비중으로 가장 중요해진 북미 매출의 회복을 예상한다. 따라서 북미 매출 비중이 높고 북미 생산기지를 보유한 업체를 선호한다. '24년 말 국내 건기 3사의 달러 재고 절대 수준은 1Q24 고점 대비 20~30% 가량 줄어든 것으로 추정한다. 하반기 업황 반등을 기대하게 하는 요인은 ①모기지 금리 안정 시 주택 공급 부족으로 인한 착공 개선 가능성, ②트럼프 2기 출범 후 인프라 투자 재개(도로/철도/항만 및 데이터센터 등) 기대 등이다. 트럼프 행정부의 법인세율 인하(21%→15%) 및 수입 관세 부과에 관한 정책 스텐스를 고려해도, 북미 생산기지를 보유한 업체가 유리하다.

MS 확보를 통한 시장
아웃퍼폼에 주목

업체들의 '25년 북미 수요 전망은 모두 보수적이나 시장 아웃퍼폼 전략에 주목해야 한다. 공통된 시장 아웃퍼폼 전략으로는 크게 ①신제품 라인업 확대를 통한 MS 확장, ②달러 추가/대형화, ③리테일 프로모션 및 DC 정상화가 있다. 환 또한 우호적인 상황이다. '25년 경영계획 상 환율은 밥캣이 1,320원, HD현대 2사는 1,300원 수준인데 반해 여전히 원/달러 환율은 3월 초 기준 1,450원 이상에 형성되어 있다. HD현대 2사는 신제품 출시 및 판매채널 확장을 통한 MS 확대 Room이 더 크기 때문에 가이던스도 밥캣 대비 공격적으로 제시했다고 판단한다. 다만, 하반기 시장 회복 속도가 빠를 경우 밥캣이 높은 북미 시장점유율(Core 제품 MS 20~30%, 북미 달러사 870개) 및 매출비중(약 75%)을 바탕으로 실적 회복의 폭이 기존 기대치 대비 클 수 있다는 점에 주목한다.

종전 기대감에 따른
업사이드 리스크 경계

러-우 전쟁은 여전히 종전 협상이 난항을 겪고 있으나 관련 논의가 진행됨에 따라 HD현대 2사에게는 추가 업사이드 리스크로 계속해서 작용할 전망이다. 그러나 우크라이나 재건과 관련한 과도한 기대는 경계할 필요가 있다고 판단하며, 재건 시에도 우크라이나 수출이 기여할 수 있는 연 매출은 회사별로 1,000억원 미만일 것으로 예상한다. 다만, 연간 굴착기 판매량 11,000~16,000대 수준, HD현대 2사 MS가 각각 10~13%로 추정되는 러시아 시장 판매가 돌아오는 것과 유럽 주변국 수요 회복에 따른 수혜까지 고려한다면 종전은 건설기계 업체의 추가 상승 요인으로 충분히 작용할 수 있다는 판단이다.

최선후주
두산밥캣
투자의견 Buy
목표주가 64,000원

최선후주로 두산밥캣을 제시한다. ①북미 매출 비중이 약 75%로 가장 높고 Core 제품(SSL/CTL 등)의 MS도 약 30%에 달하며, ②생산의 약 67%가 북미에서 이뤄져 관세 불확실성에서 가장 안전한 동시에 리쇼어링 수혜(법인세 인하 등 포함)가 기대되고, ③12MF P/E가 7.4배 수준으로 국내외 Peer 대비 가장 저평가되어 있기 때문이다.

차선후주
HD현대건설기계
투자의견 Buy
목표주가 88,000원

차선후주로는 HD현대건설기계를 제시한다. ①선진시장 달러 재고 절대치가 '24년 고점 대비 15~20% 이상 감소한 것으로 추정하고, ②매출 비중이 15% 내외로 증가한 인도 법인의 수익성 개선, 신제품(MEX) 출시, 역외수출 확대가 기대되고, ③가장 적극적인 주주환원정책을 시행한다고 판단하기 때문이다. 아울러, 종전 관련 업사이드 리스크를 경계하는 투자자에게는 동사를 선택지로 제시한다.

Ⅲ. 재고, 비워냈으니 채울 차례

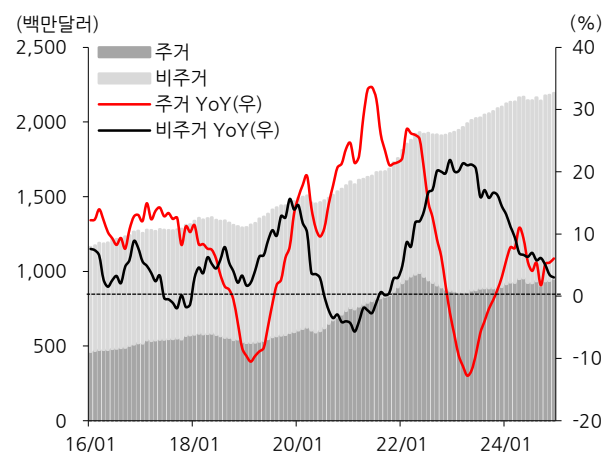
1. 북미: 하반기 업황 회복 기대

≫ 낮은 기저 형성, 업황 반등에 대비

‘24년 낮은 기저 형성 ‘25년 하반기 북미 건설기계 업황 턴어라운드를 기대한다. 북미 시장은 ‘24년 건설지출의 YoY 기울기가 하락하면서 ‘23년의 호황 대비 고전했다(그림25). 이는 ①고금리 상황 지속, ②‘24년 초 호황 지속을 기대하며 높아졌던 재고, ③대선 불확실성 등에 기인한다. 현재 매출 비중 상 가장 중요한 시장인 북미 시장 둔화로 국내 건기 3사(두산밥캣, HD현대인프라코어, HD현대건설기계) 합산 영업이익은 ‘24년 YoY -40% 감소했다.

미국 건설기계 신규 주문도 3Q24부터 YoY (-) 전환했으며(그림27), 업계 1위 CAT(Caterpillar)는 2Q24부터 북미 리테일 판매가 YoY (-) 전환했다(그림28).

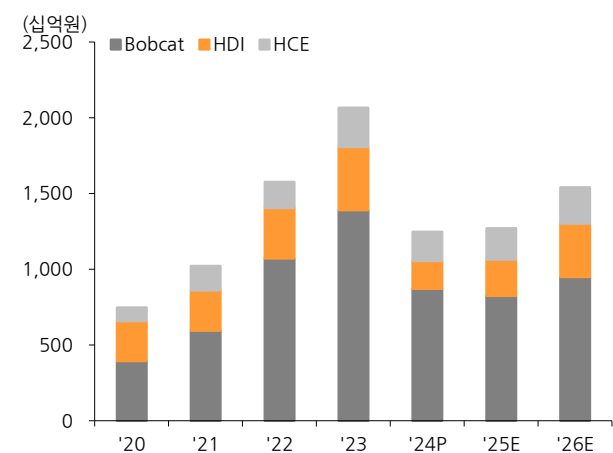
[그림25] 미국 건설지출(주거/비주거) 추이



주: '24년 12월, 계절조정 연간 환산 기준(SAAR)

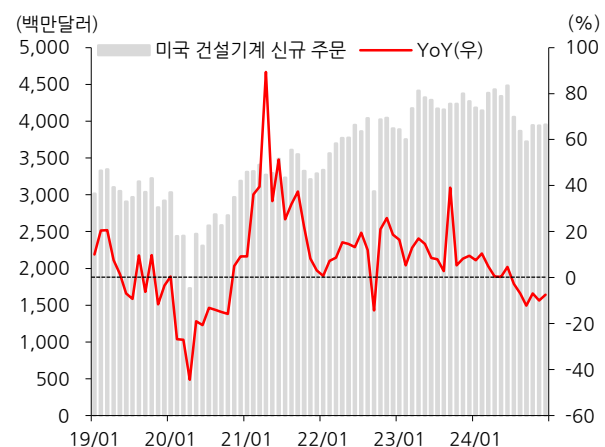
자료: Census Bureau, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 건기 3사 영업이익 추이 및 전망



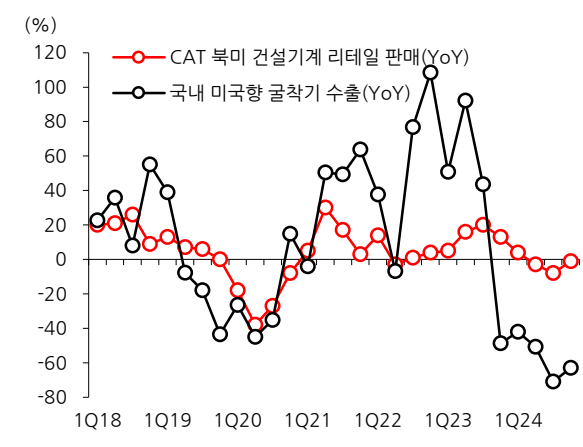
자료: 두산밥캣, HD현대인프라코어, HD현대건설기계, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 미국 월별 건설기계 신규 주문 추이



주1: '24년 12월, 계절 조정 기준 / 자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림28] CAT 북미 리테일 판매와 국내 굴착기 수출액 추이



주: HS Code 842952 / 자료: Caterpillar, Bloomberg, KITA, 한화투자증권 리서치센터

‘24년은 달러 재고 감축 사이클

국내 건설기계 업체들은 ‘24년 홀세일 부진을 겪으면서 달러 재고를 많이 비워냈다. ‘24년 말 기준 각 사의 달러 재고 절대 수준은 1Q24 고점 대비 20~30% 가량 줄어든 것으로 추정한다. 이는 시장 회복 시 홀세일 매출 반등의 폭을 크게 만들 수 있는 요소다.

공개 데이터의 부재로 리테일 판매 동향을 정확히 파악할 수는 없으나 HCE의 경우 판촉비를 증가(4Q24 판촉비 증가로 인한 영업이익 YoY 감소분 175억원)시키면서 리테일 판매는 오히려 전년 대비 증가했을 것으로 판단한다. 국내 업체들, 특히 HD현대 2사는 상대적으로 공격적인 라인업 및 판매채널 확장을 통한 MS 확대 전략을 사용했기 때문이다. 이는 CAT과 같은 기존 탑티어 업체들과는 다소 구별되는 점이다. 판촉비 사용을 통한 리테일 판매 유지/증가와 홀세일 매출 감소는 달러 재고 감축을 의미한다.

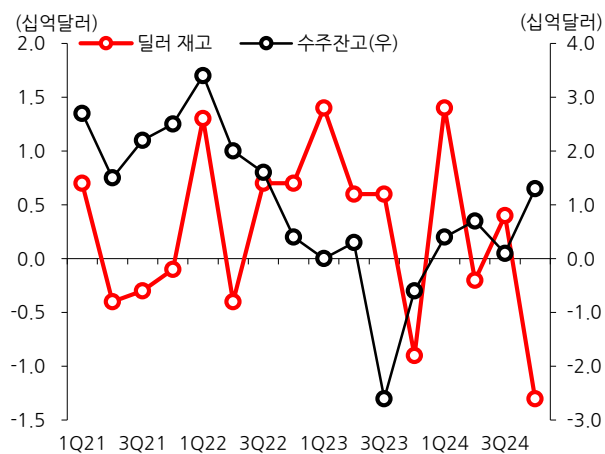
‘24년은 생산량 감소가 이익률 하락으로 이어졌음

공장 가동률은 3Q24 누적 기준 두산밥캣 콤팩트 장비 해외 공장이 72%(‘23년 83%), HDI(HD현대인프라코어) 한국 공장이 53%(‘23년 77%), HCE(HD현대건설기계) 한국 공장이 54%(‘23년 95%)까지 감소했다. 건기 3사 모두 생산량 감소에 따른 고정비 부담이 확대되면서 영업이익률은 ‘23년→‘24년 각각 밥캣 14.2%→10.2%, HDI 9.0%→4.5%, HCE 6.7%→5.5%로 하락했다. 이에 업황 턴어라운드 시 달러들이 재고를 다시 채우면서 생산량 증가 및 영업이익률의 회복을 기대해 볼 수 있는 상황이 조성됐다.

하반기 업황 반등에 대비

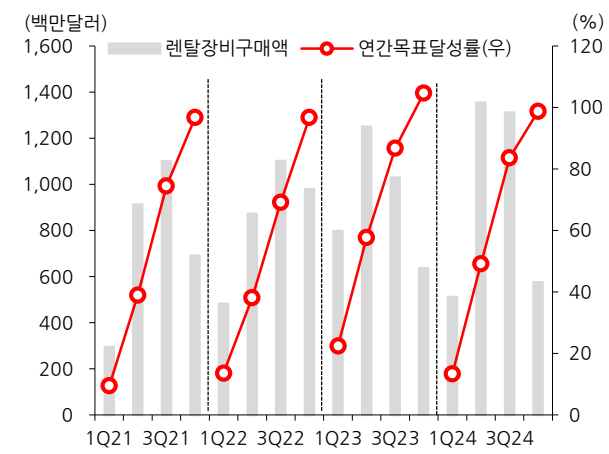
‘25년은 반대로 달러 재고가 낮아진 상황에서 업황 반등에 대비해야 한다고 판단한다. ‘25년 하반기 업황 회복을 기대하는 이유는 ①모기지 금리 안정 시 주택 공급 부족으로 인한 착공 개선 가능성, ②트럼프 2기 출범 후 인프라 투자 재개 기대 등이다. 따라서 두 가지 요소에 대해서 살펴보고, 관세 리스크에 대해서 점검해 보고자 한다.

[그림29] Caterpillar 달러 재고 및 수주잔고 QoQ 증감분 추이



자료: Caterpillar, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] United Rentals 렌탈장비구매액 및 목표달성률 추이



자료: United Rentals, 한화투자증권 리서치센터

높은 모기지 금리에
신규주택판매만 버티는 중

주거용 건설지출은 4Q24부터 MoM (+) 회복세로 돌아섰으며, '25년에도 회복 지속을 전망한다. 미국 30년 모기지 금리는 1월 이후에도 여전히 6.8%~7.0% 수준을 크게 벗어나지 못하고 있다(그림31). 높은 모기지 금리 지속에 기존 주택 보유자들이 판매를 꺼리고 있으며, 이에 비교적 신규 주택 판매는 견조한 모습이다(그림32).

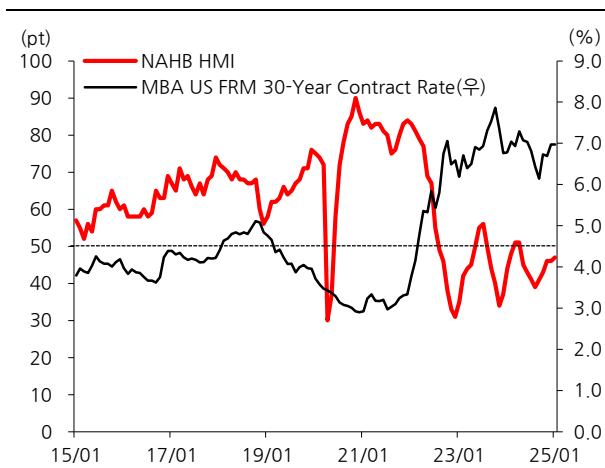
주택 재고는 여전히 부족,
신규주택착공 반등 가능성

기존주택 재고는 '24년 12월 기준 3.3개월 수준으로, 여전히 역사적으로 낮은 수준을 기록하고 있다(그림33). 그동안 고금리로 인해 지연(pending)된 수요와 기존주택 재고 부족으로 인해 신규 주택 착공이 개선될 수 있는 환경이다(그림34). 따라서 모기지 금리 안정 시 신규 주택 착공 개선 가능성이 높다고 판단한다.

LA 산불도 신규 주택 착공
촉진 요소로 작용 가능

아울러, LA는 최근 대형 산불로 인해 주택 재고의 1.1~1.6%(16,000~24,000채)가 소실된 상황이다. 이는 LA의 2~3년 치 신규 주택 공급량과 맞먹는 수치로, 향후 재건축 수요 증가로 인한 단기적인 신규 주택 착공 촉진 요소로 작용할 수 있을 것으로 전망한다.

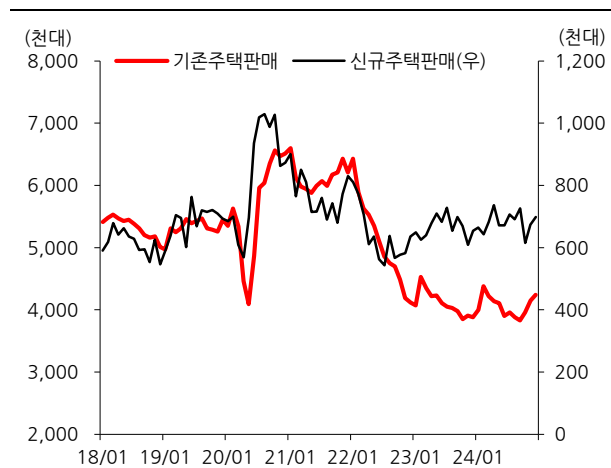
[그림31] 미국 NAHB 주택시장지수 및 30년 모기지 금리



주: '25년 1월 기준, (HMI) 기준점: 50

자료: 전미주택건설협회, MBA, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

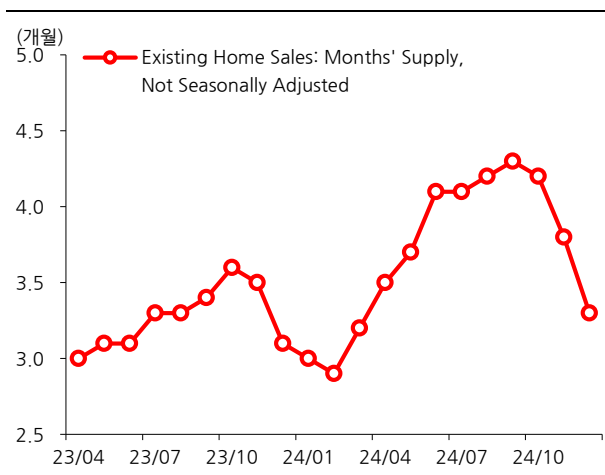
[그림32] 미국 기존/신규 주택 판매 추이



주: 계절조정 연간 환산 기준(SAAR), '24년 12월 기준

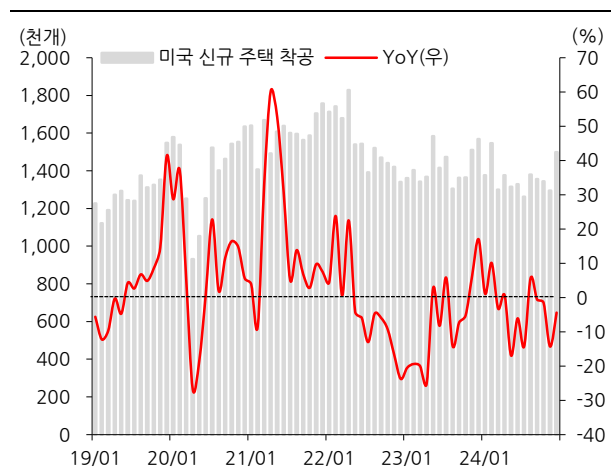
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 미국 기존주택 재고 추이



자료: FRED, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 미국 신규 주택 착공 추이 ('24년 12월 MoM +16%)



주: '24년 12월 기준, US New Privately Owned Housing Units Started

자료: Census Bureau, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

>> 트럼프 2기 출범, 기회로 작용 가능

트럼프 2기 출범
결과적으로는 건기에 긍정적

트럼프 2기 출범이 비주거용 건설지출의 회복에 미치는 영향은 복합적이지만, 결과적으로는 긍정적이라고 판단한다. '24년 미국 비주거용 건설지출은 고금리로 인한 자금 조달 비용 증가 및 대선 불확실성으로 인해 둔화세를 보였다. '25년 현재 대선 후 대규모 건설 프로젝트들의 재개가 기대되는 상황이나, 1월 20일 트럼프 대통령이 서명한 '미국 에너지 해방' 행정명령에 따른 IJA(인프라투자 및 일자리법) 및 IRA(인플레이션 감축법) 자금 지출의 일부 중단 가능성은 일부 인프라/공장 투자 지연 우려로 작용할 수 있다.

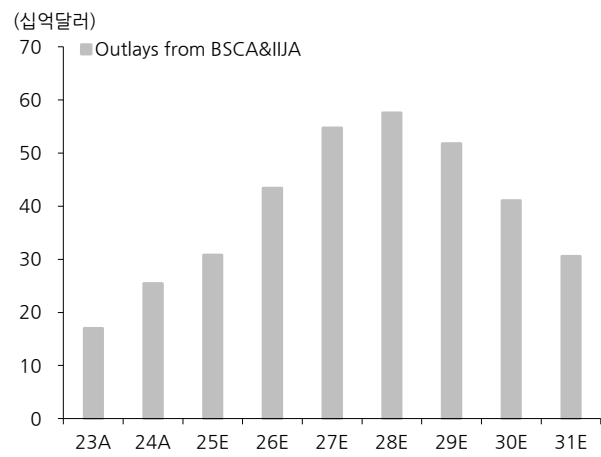
IJA/IRA 관련
과도한 우려는 불필요

1월 21일자 OMB(백악관 예산관리국)의 공문에 따르면, 해당 지시는 행정부의 에너지 정책과 어긋나는 Green New Deal 관련 지출만 중단하는 것이며 각 기관장들은 OMB와 협의 후 필요하다고 판단하는대로 자금을 지출할 수 있다고 되어있다. '25년 1월 의회 예산국 자료에 따르면, BSCA&IJA 관련 재정지출은 '24년 255억달러에서 '28년까지 CAGR +23% 증가할 전망이다(그림35).

트럼프는 도로/교량/항만 등 전통적 인프라 투자를 우선시하는 것으로 알려져 있고, IJA 법안 내 신규투자 예산 5,500억달러 중 도로/교각/대중교통/철도/공항/항만/수로 관련 예산이 차지하는 비중은 47%에 달한다. 반대로 Green New Deal 관련으로 분류될 수 있는 전기차충전소/전기버스/환경 관련 예산이 차지하는 비중은 7%에 불과하다.

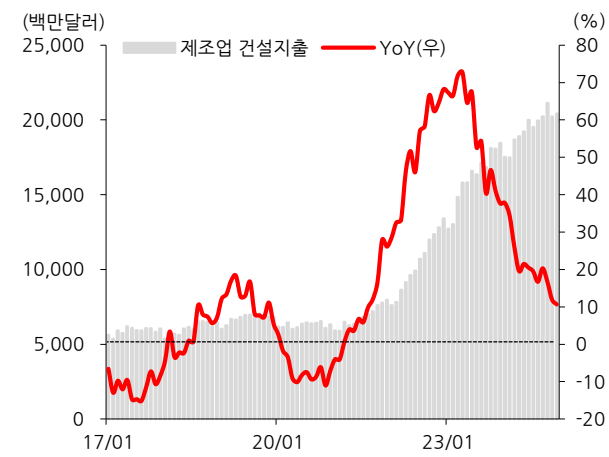
행정명령 관련 불확실성은 지속 모니터링이 필요하지만, 그럼에도 결과적으로 트럼프 2기 출범이 건설기계 업종에게 기회라고 생각하는 이유는 다음과 같다. ①Stargate 프로젝트 등 대규모 데이터센터 건설 확대, ②에너지 인프라(발전소 등) 투자 증가, ③환경 규제 완화(국가환경정책법, 환경영향평가, Offshore 시추 규제 등)로 인한 건설 프로세스 간소화, ④리쇼어링 정책 예고(미국 내 제품 생산 기업에 법인세율 21%에서 15%로 인하, 수입 관세 부과 등) 등이 그것이다. 이 중 주목해 볼 만한 부분인 Stargate 프로젝트의 건설기계 업종에 대한 영향과 관세 리스크에 대해서 점검해 보고자 한다.

[그림35] 미 의회예산국의 IJA 예산 관련 재정지출 전망



주: '25년 1월 발표 기준 / 자료: CBO, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 미국 제조업 건설지출 추이



자료: Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터

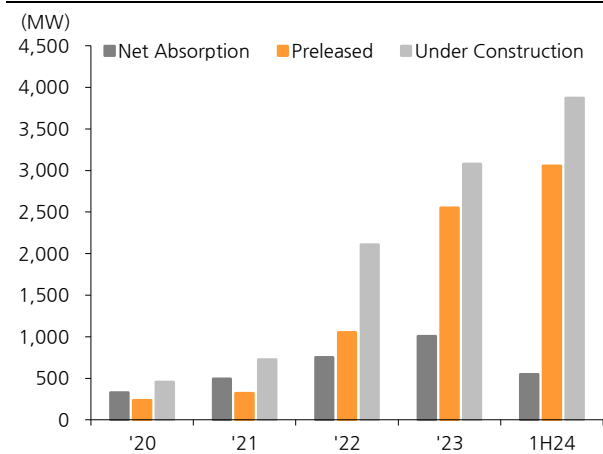
AI 인프라 투자는 건설기계 업종에게도 긍정적인 것

트럼프 대통령이 취임 직후 발표한 AI 인프라 관련 스타게이트 프로젝트는 건설기계 업종에게도 긍정적이다. 프로젝트 초기 투자액은 1,000억 달러로 향후 4년 동안 최대 5,000억 달러까지 확장될 수 있는 것으로 알려졌다. Oracle에 따르면, 현재 텍사스에 첫 데이터센터 캠퍼스가 건설되고 있으며 건물당 면적은 약 50만 sqft로 최대 20개까지 확장될 것으로 추정된다. 데이터센터 건설 확대에 따른 건설장비 수요 증가를 수치화 하기는 아직 한계가 있으나, 초기 투자액 1,000억 달러 중 건설장비 TAM 비중을 통상 적용되는 5%로 가정 시 약 50억 달러의 건설장비 시장 확대를 기대해 볼 수도 있다.

발전기용 엔진 수요 강세

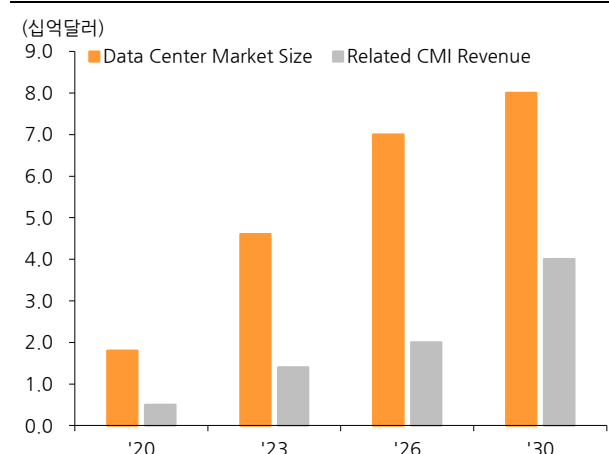
데이터센터 관련 에너지 수요 증가로 HDI가 생산하는 발전기용 엔진의 전망도 밝다. 데이터센터 백업 전력 솔루션 분야의 선두 업체인 Cummins는 데이터센터 관련 발전기 세트 매출이 '23~'30년 CAGR +16% 성장할 것으로 전망했다(그림38). 현재 HDI의 엔진 매출 내 발전기용 비중은 약 30%로 추정하며, 북미 고객사 다변화 및 전방 시장 확대에 의해 향후 HDI 엔진 부문의 핵심 성장동력으로 작용할 것으로 전망한다.

[그림37] 북미 주요 데이터센터 시장 임대/건설 트렌드



주: Net Absorption = 특정 기간 동안 실제 임대되거나 사용된 용량
자료: CBRE Research, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] Cummins의 데이터센터 관련 수요 및 매출 전망



주: CMI Revenue는 데이터센터 관련 Power Systems+Distribution 부문 매출(발전기 등)
자료: Cummins, 한화투자증권 리서치센터

[표1] IIA 법안 내 신규 투자 예산배정안

교통	분야	예산(억 달러)
교통·운송	도로·교각	1,100
	대중교통	390
	철도	660
	교통안전	110
	공항·항만·수로	420
	전기차 충전소·전기버스	150
유틸리티 등	상하수도	550
	광대역 인터넷	650
	에너지·전력	730
	환경	210
	재난 대비	460
기타		70
총액		5,500

자료: Infrastructure Investment and Jobs Act 2021, KOTRA, 한화투자증권 리서치센터

관세에 대한 영향은 아직
불확실하나...

미국의 관세 정책이 건설기계 산업에 미칠 영향은 아직 예단하기 어려우나, 과도한 우려는 불필요하다고 판단한다. 트럼프 대통령이 국가별 상호관세를 검토해 4/1 이후 시행하는 내용의 각서에 서명했으나, 아직 한국/일본 등 동맹국에서 수출하는 굴착기에 대한 구체적인 내용은 정해진 바가 없다.

미국은 '23년 70억불, '24년 54억불 규모의 굴착기를 역외수입했는데, 건설장비에 대한 관세는 자국 건설업에도 부정적일 수 있기 때문에 신중히 접근할 가능성이 있다. Caterpillar의 경우, 과거처럼 공격적인 CAPEX 확장(딜러/채널망 확대 포함)을 하고 있지 않다(그림39). 따라서 미국 입장에서 딜러 기반의 건설장비 시장 특성 상 관세 부과가 과연 고스란히 자국 기업 우대로 이어질 수 있을지에 대한 고민이 필요할 것이다.

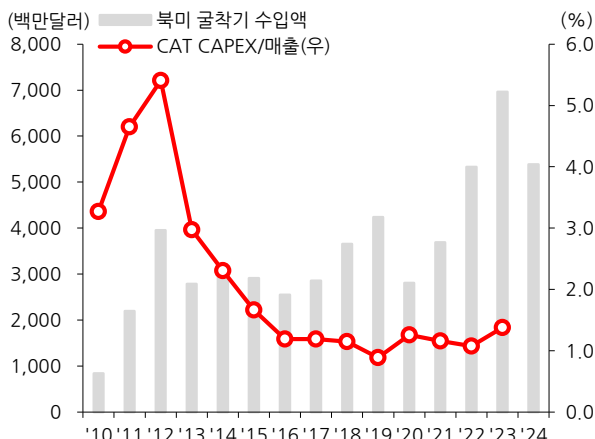
HD현대 2사는 미국에서 판매하는 제품은 대부분 한국 공장에서 생산해 수출한다. HD현대 2사의 미국 내 경쟁사(20~30톤 혹은 미니 굴착기)는 대부분 Komatsu, Hitachi CM, Kubota 등으로 대표되는 일본 업체다. 주요 경쟁사 중 미국 내 완전한 굴착기 대량 생산 기지를 보유한 업체는 미국 업체를 제외하면 극히 제한적이다. 이에 관세 부과 시 HD현대 2사의 시장 포지셔닝에 큰 변화는 없을 것으로 예상된다.

관세 불확실성에서 비교적
안전한 업체는 두산밥캣

그럼에도 국내 업체 중 관세 불확실성에서 가장 안전한 업체를 꼽아보자면 두산밥캣이 가장 적합하다. 동사는 '24년 연간 건설기계 부문 기준 매출의 75%가 북미에서 발생했으며 제품 생산의 67%가 북미(미국)에서 이뤄지기 때문이다. 즉, 조달·생산·판매의 상당 부분을 북미 내에서 해결할 수 있는 업체로 평가한다.

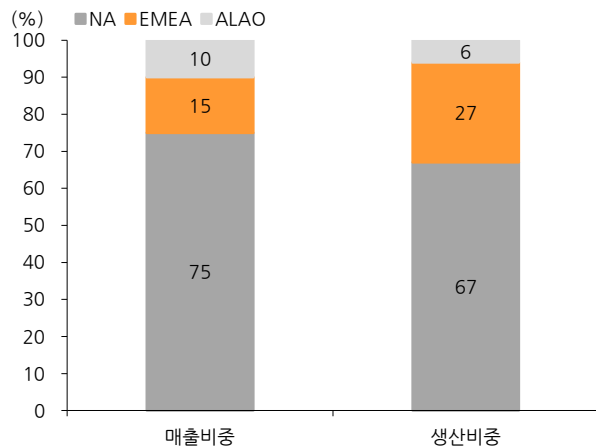
한편, 밥캣은 미국이 멕시코에 관세 25%를 부과하더라도 멕시코 몬테레이 공장('24년 6월 공사 시작, 3억달러 투자, 진행률 약 50%)을 내년까지 완공할 것으로 보인다. 미국의 인건비가 비싸고 인력 수급도 상대적으로 어려워 관세 영향을 받더라도 멕시코 생산에 이점이 있다고 판단한 것으로 추정한다. 보도 자료 등에 따르면, 동사는 멕시코 공장에서 M-시리즈 소형로더 등을 연간 약 1.2만대 생산해 미국에 수출할 계획으로, 북미 생산 능력은 약 20% 증가할 것으로 전망된다. 관세 영향이 예상보다 높아질 경우 생산 인력을 많이 감축한 유럽으로의 수출을 고려하는 등 유연하게 대처할 것으로 전망한다.

[그림39] 미국 굴착기 수입액 및 CAT CAPEX/매출 비중 추이



주: Construction Industries 기준 / 자료: KITA, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 두산밥캣 북미 매출/생산 비중



주: 2024년 건설기계(CE) 기준 / 자료: 두산밥캣, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 두산밥캣 생산기지 현황



자료: 두산밥캣, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] HD 현대인프라코어 생산 및 영업 커버리지 현황



자료: HD현대인프라코어, 한화투자증권 리서치센터

>> 가이던스 분석: 북미 시장 수요 전망은 보수적, 개별 전략에 주목

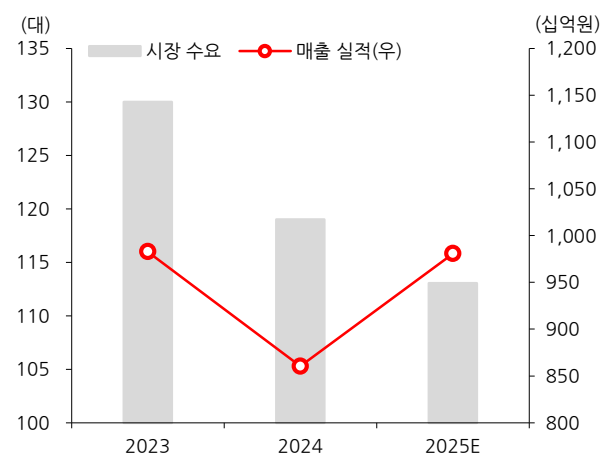
국내 업체들의 북미 수요
전망은 보수적

국내 건기 3사의 '25년 북미 수요 전망은 모두 보수적이다. 4Q24 실적발표에서 HCE는 '25년 북미 시장 판매대수(굴착기+중대형 휠로더)가 '24년 약 119,000대 대비 -5~0% 감소할 것으로 전망했다. HDI는 북미/유럽 시장 판매대수가 YoY -4~-2% 감소할 것으로, 밥캣은 북미 콤팩트 시장이 전년과 유사하거나 소폭 감소할 것으로 전망했다. 전반적으로 앞서 언급한 바와 같이 하반기 시장 수요 회복세를 전망하고 있는 상황이다.

시장을 아웃퍼폼하겠다는
가이던스 제시

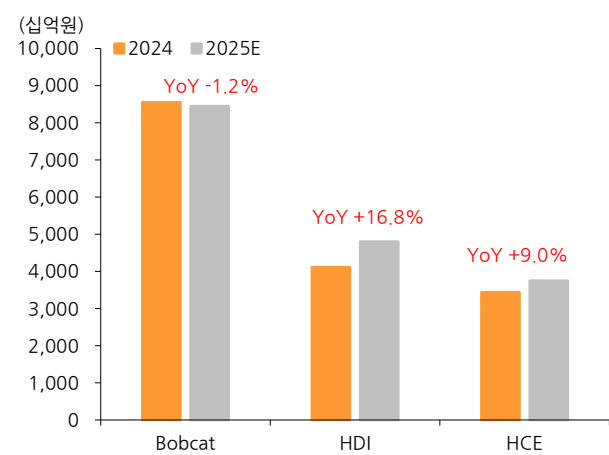
국내 건기 3사 모두 연간 북미 시장 수요를 보수적으로 전망했으나, 매출액 가이던스는 비교적 긍정적으로 제시했다(그림44). 밥캣의 경우, '25년 매출 목표를 YoY 소폭 하락하는 것으로 제시했으나 이는 경영계획 환율을 1,320원으로 현재 환율 수준보다 보수적으로 책정했기 때문이기도 하다(달러 기준 '24A 6,269M→'25E 6,400M 제시). 3사의 공통적인 시장 아웃퍼폼 전략에는 크게 3가지가 있다. ①신제품 라인업 확대를 통한 MS 확장, ②달러 추가/대형화, ③리테일 프로모션 및 DC(Discount) 정상화가 그것이다.

[그림43] HCE 북미 시장 수요 및 매출 실적 추이 및 전망



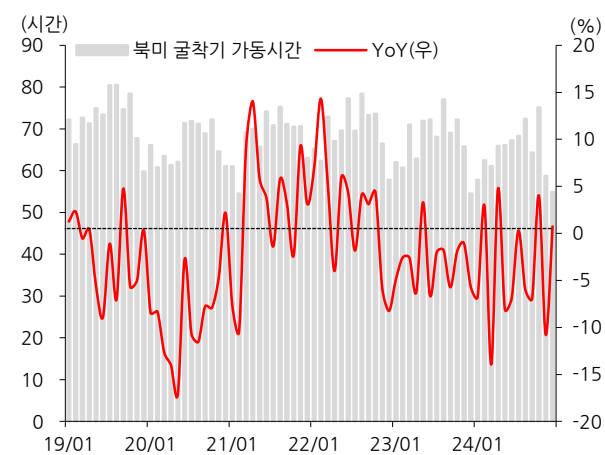
자료: HD현대건설기계, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 건설기계 3사 매출액 가이던스 비교



자료: 두산밥캣, HD현대인프라코어, HD현대건설기계, 한화투자증권 리서치센터

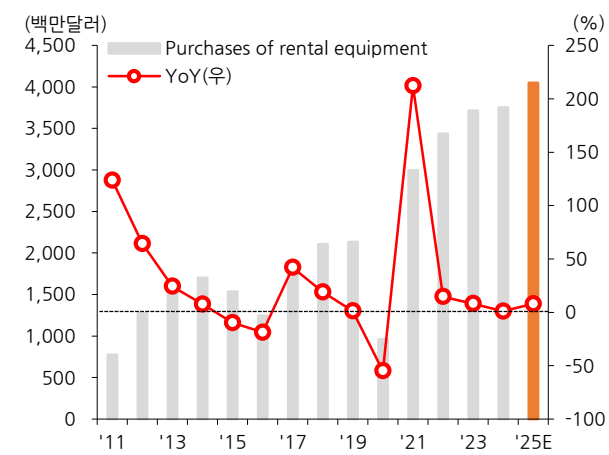
[그림45] Komtrax 북미 지역 월 평균 굴착기 가동시간



주: '24년 12월 기준

자료: Komatsu, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] United Rentals 연간 렌탈 장비 구매 추이 및 목표



주: 주황색 음영 부분은 전망치(가이던스 상단치)

자료: United Rentals, 한화투자증권 리서치센터

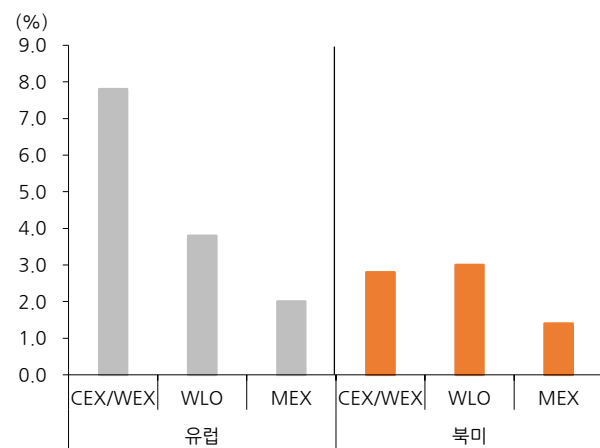
개별 시장 아웃퍼폼
전략에 주목

HD현대 2사가 제시한 '25년 매출 성장률 목표가 밥캣 대비 공격적인 이유는 신제품 출시 및 판매채널 다변화/대형화를 통한 MS 확장의 Room이 더 크기 때문이라고 판단한다. 실제로 밥캣은 북미 콤팩트 시장 내에서 SSL, CTL 등 메인 제품의 점유율이 25~30%에 달하는 것으로 추정된다. 북미 달러는 '24년 기준 약 870개로 그 중 플라이너(전제품 취급) 비중은 약 70%, 밥캣 전문 콤팩트 달러 비중은 약 90%로 추정된다.

반면, HD현대 2사의 북미 굴착기/휠로더 점유율은 로우~미드싱글 수준인 것으로 추정한다. 이에 2사는 라인업 및 채널 강화(달러 대형화/콤팩트 달러 추가)를 통해 MS를 적극적으로 확대하려는 전략이다. 계열사 간 교차판매를 통한 시너지 효과도 기대한다.

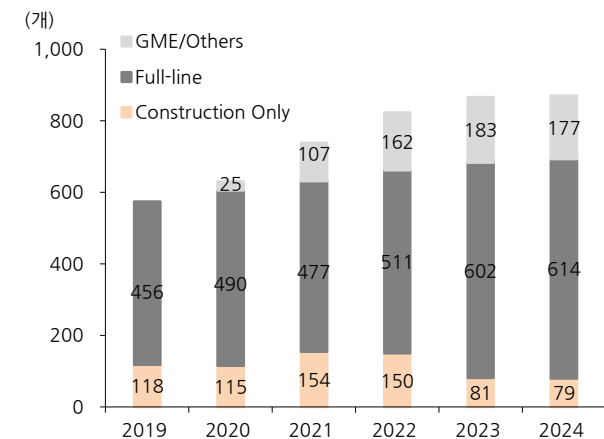
다만, 판매대수 및 점유율에 대한 공개 데이터가 부재하다는 점은 아쉽다. 판매전략의 실효를 투자자 입장에서 확인하기 어렵기 때문이다. 따라서 상반기 실적의 시장 아웃퍼폼 여부가 투자판단의 분수령으로 작용할 것으로 예상된다. 달러 채고는 다 같이 내려온 상황이기 때문에 하반기 시장이 크게 반등할 경우에는 밥캣이 높은 북미 시장점유율 및 매출비중을 바탕으로 실적 회복의 폭이 기존 기대치 대비 클 것으로 판단한다.

[그림47] 선진시장에서의 HDI 제품별 시장점유율 추정



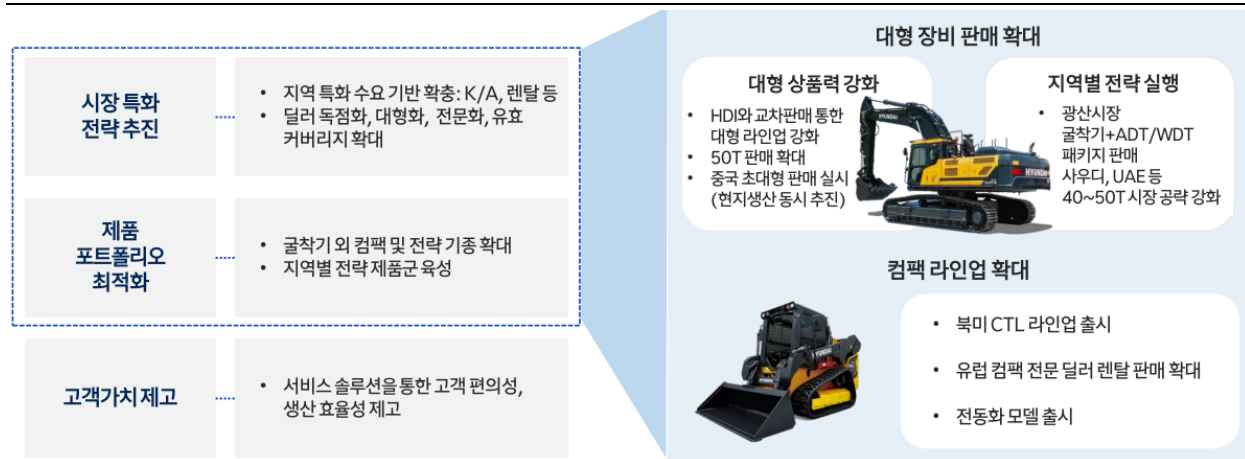
주: '24년 상반기 기준 추정치 / 자료: HD현대인프라코어, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 두산밥캣 북미 달러사 개수 추이



자료: 두산밥캣, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] HD 현대건설기계 시장 및 포트폴리오 전략



자료: HD현대건설기계, 한화투자증권 리서치센터

2. 신흥: 중국, 인도 외에는 어려운 시기

>> 신흥시장 전반적으로는 어려운 시기가 이어질 것

신흥시장 전반적으로는
어려운 시기

'25년 신흥시장에서의 건설기계 업황은 전반적으로 어려운 시기가 이어질 것으로 전망한다. 가장 큰 원인은 고금리, 고환율의 장기화다. '25년 경영계획 적용환율은 밥캣이 1,320원, HDI/HCE가 1,300원으로 알려져 있다. 3월 초 기준 여전히 원/달러 환율은 1,450원 이상에 머무르고 있어 이는 다소 보수적인 환율 가정으로 보인다.

만약 달러 강세가 장기간 지속된다면 선진시장에서의 매출은 가이던스 대비 강할 수 있다. 반대로 신흥시장에서의 구매력 감소로 이어질 수 있다는 점을 유의해야 한다. 당사는 전기 3사 실적 추정 시 환율의 급격한 하락은 없다고 가정하고, 신흥시장은 전반적으로 구매력이 크게 회복되지 않을 것으로 전망한다.

대형/초대형 장비
판매 확대 전략이 중요

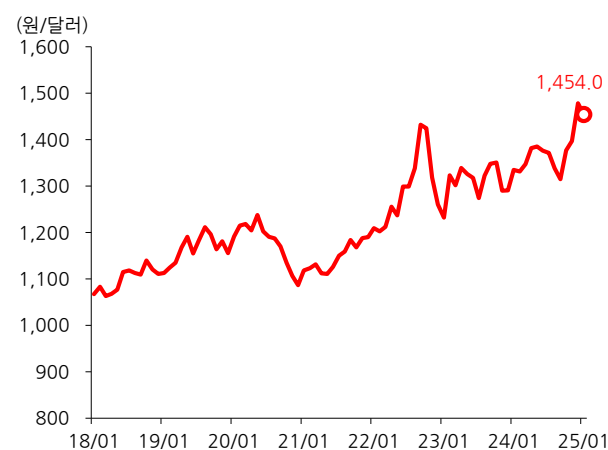
다만, 정부 주도 인프라 투자가 활발하거나 광물/석유 등의 자원보유국들(인니/칠레/아프리카/사우디 등)은 점진적인 수요 회복세를 기록할 것으로 기대한다. 특히, 광산용 초대형 굴착기 ASP는 20~30톤급 대비 ASP는 4~5배 이상 높고, 마진은 15~20% 이상으로 높을 것으로 추정한다.

HD현대 2사가 신흥 지역에서 적극적인 (초)대형 굴착기 판매 전략을 펼치고 있다는 점은 긍정적이다. HCE의 경우, 3Q24에 중국에서 125톤 초대형 장비를 출시했고, 올해 추가로 대형 장비들을 출시할 계획인 것으로 파악된다. 아울러, 신규 설립한 칠레/멕시코 지사를 활용해 중남미 지역에서 초대형 판매 확대 전략을 시행할 것으로 기대한다.

중국과 인도는
올해 기대해 볼만 하다

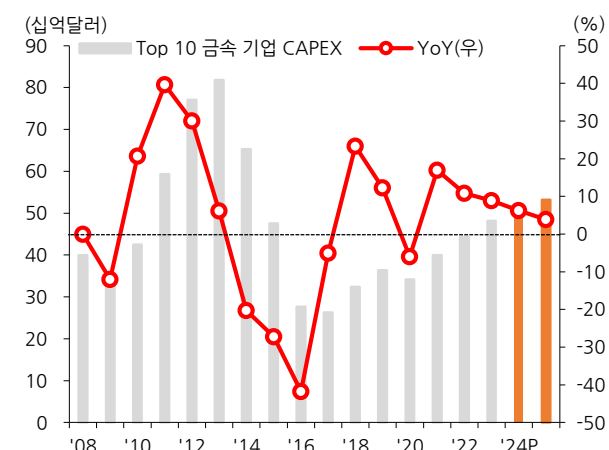
올해 전반적인 신흥시장 수요 약세를 전망하나 중국과 인도는 기대해 볼만 하다고 판단한다. 중국은 ①'26년 장비 교체 주기 도래, ②초대형 제품 출시 및 관련 딜러망 구축, ③부동산 시장 저점 통과를 기대하기 때문이다. 인도는 ①모디 3연임 이후 정부 주도 인프라 투자 지속(HCE 굴착기 MS 17%로 2위), ②HCE 하반기 MEX 등 신규모델 출시, ③HCE 인도공장 역외수출 확대를 기대하기 때문이다.

[그림50] 원/달러 환율 추이



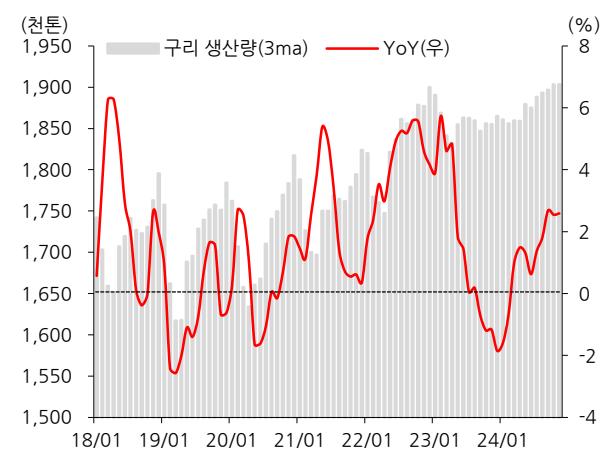
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 글로벌 Top 10 금속 기업 CAPEX 추이 및 전망



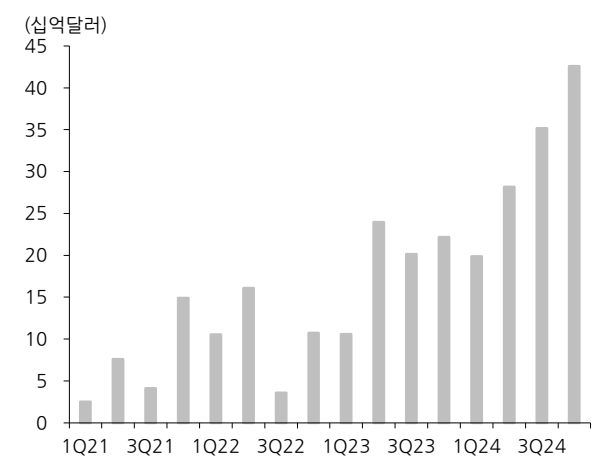
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 글로벌 구리 생산량 추이



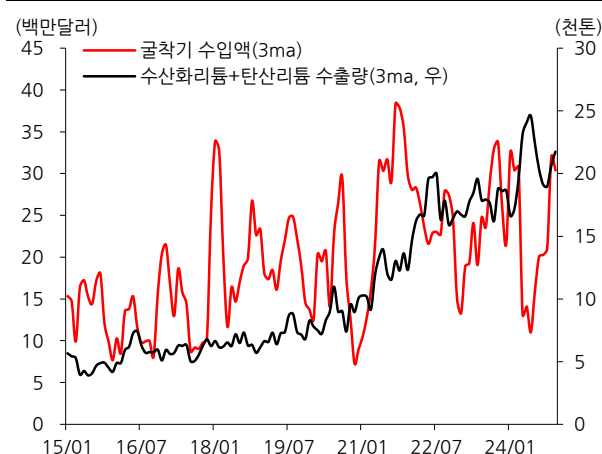
주: '24년 11월 기준 / 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 사우디 분기별 프로젝트 발주 추이



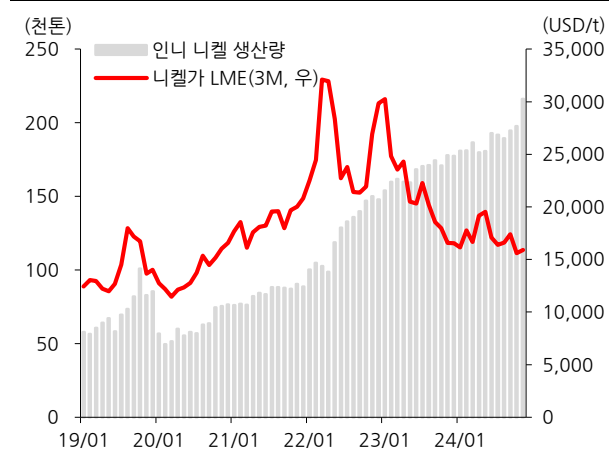
자료: MEED Projects, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 칠레 굴착기 수입액 및 리튬(탄산/수산화) 수출량 추이



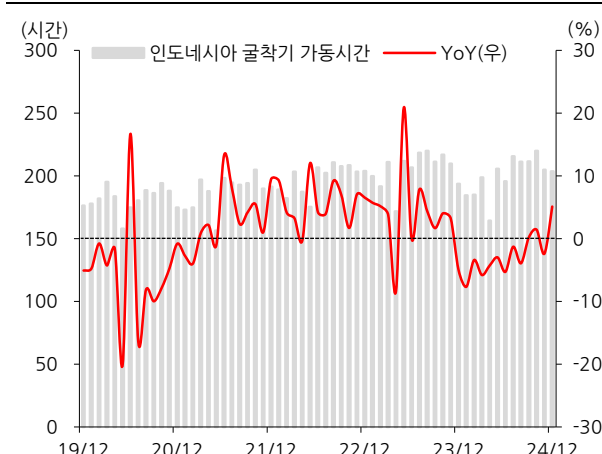
주: HS Code 842952, 283691, 282520
자료: KITA, ITC, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 인도네시아 니켈 생산량 및 니켈가격 추이



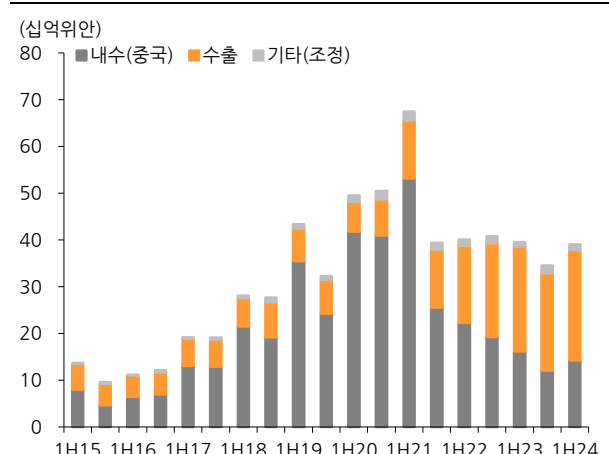
주: '24년 11월 기준
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] Komtrax 인도네시아 월 평균 굴착기 가동시간



주: '24년 12월 기준
자료: Komatsu, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] SANY 반기별 내수·수출 매출 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

>> 중국, 판매량 반등 이어질 전망

중국, 판매량 반등 이어질 전망

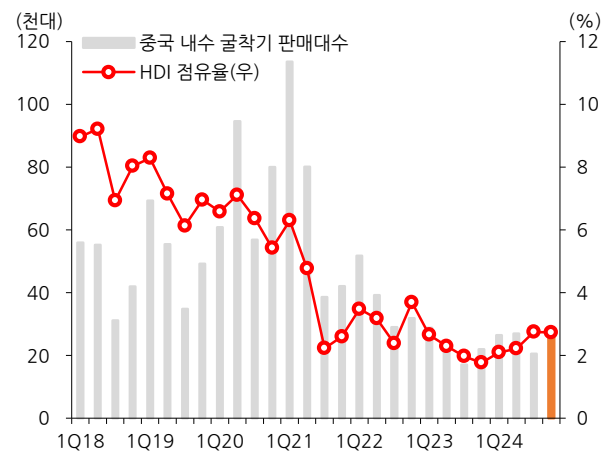
‘25년에도 중국 굴착기 시장은 반등세 지속을 전망한다. ‘24년 중국 굴착기 시장 판매량은 춘절 교차 효과로 YoY -49% 하락한 2월을 제외한 전월 YoY 증가했으며, ‘24년 총 판매량은 100,627대(YoY +12%)를 기록했다. 부동산 경기 침체로 ‘23년 시장 수요 저점을 기록한 뒤 ‘24년 반등에 성공했다. ‘25년 1월은 판매량이 YoY -0.2% 소폭 감소했으나 춘절 교차 효과(연휴 ‘25년 1/28~2/4, ‘24년 2/10~17)를 고려하면 양호했다.

‘25년 HDI의 중국 매출은 YoY +42.7%, HCE의 중국 매출은 YoY +26.7%로 큰 폭으로 증가할 것으로 전망한다. 전망의 근거를 다음 세 가지로 제시한다.

① ‘26년 교체주기 도래

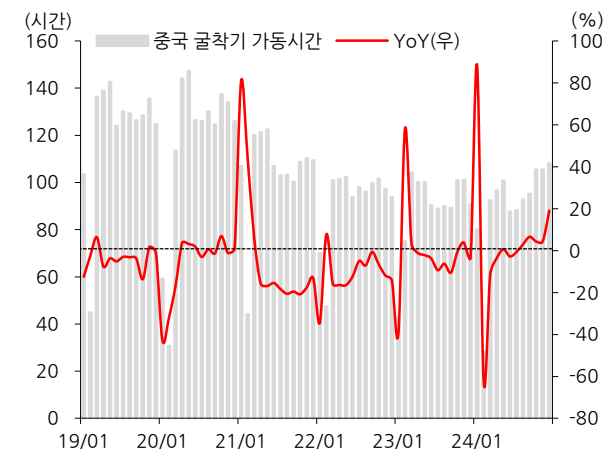
첫째, ‘26년~‘27년 중국 굴착기 교체 사이클 도래를 앞두고 수요 증가를 전망한다. 중국 시장의 제품 교체 주기는 5~7년으로 평가 받는다. 이에 ‘21년 판매 호황 이후 ‘26년 이후 교체 사이클이 도래할 것으로 기대한다(그림60).

[그림58] 중국 굴착기 내수 시장 판매대수 및 HDI 점유율 추이



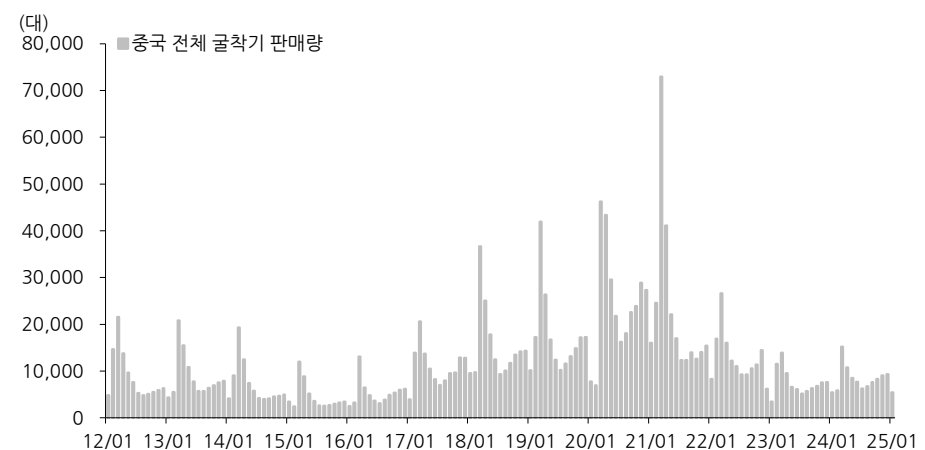
자료: HD현대사이트솔루션, CCMA, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] Komtrax 중국 지역 월 평균 굴착기 가동시간



주: '24년 12월 기준 / 자료: Komatsu, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 중국 굴착기 월별 판매량 추이



자료: HD현대인프라코어, 한화투자증권 리서치센터

배기규제의 영향도 존재

중국은 '22년 12/1부터 비도로 이동기계(NRMM)에 대한 Tier-4 배기가스 규제를 시행(560kW 이하의 산업용 엔진에 적용)했다. '23년 판매량 감소는 시장이 이전 Tier-3 재고를 소화하며 신규 판매가 부진했던 영향도 있다. 중국의 다음 Tier-5 도입 일정은 발표된 바가 없으나, 2~3년 내로 한 차례 더 강화될 것으로 예상한다. 중국은 일반적으로 유럽의 배기가스 규제를 4~5년 정도 지연하여 따라가는 경향이 있는데, 유럽의 Stage V가 '19~'21년에 걸쳐 도입되었기 때문이다.

배기규제 강화는 2~3년 뒤 현재 판매되고 있는 Tier-4 제품의 단기 수요 급증 요인으로 작용 가능하다. 딜러들이 규제 변경 전 기존 Tier 제품을 시장에 최대한 판매하려고 할 것이고, 엔드유저들도 가격이 더 싼 낮은 Tier 제품을 선호할 것이기 때문이다.

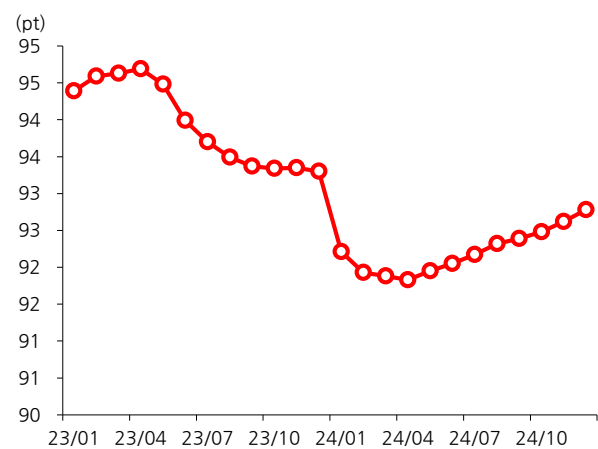
②초대형 장비 판매 확대

둘째, '24년은 지방정부 주도 농촌 개발 프로젝트로 인한 소형/휠 제품 위주로 판매가 증가했으나 '25년은 HD현대 2사의 대형/초대형 판매 증가를 기대한다. HD현대 2사는 '24년 중국에서 소형/휠 시장에 적극적으로 대응하면서도 초대형(100~125톤) 라인업 구축 및 딜러를 확보하며 대형 굴착기 판매 증가를 준비했다. 이에 '25년에는 대형 장비 라인업을 추가로 출시하면서 대형 제품 판매를 확대할 것으로 전망한다. 대형 장비 판매 증가 시 총 판매대수의 증가분은 커 보이지 않을 수 있으나, ASP 증가 및 마진 확대로 인해 수익 증대 효과는 소형 대비 유의미하게 클 것으로 기대한다.

③부동산 저점 통과 기대

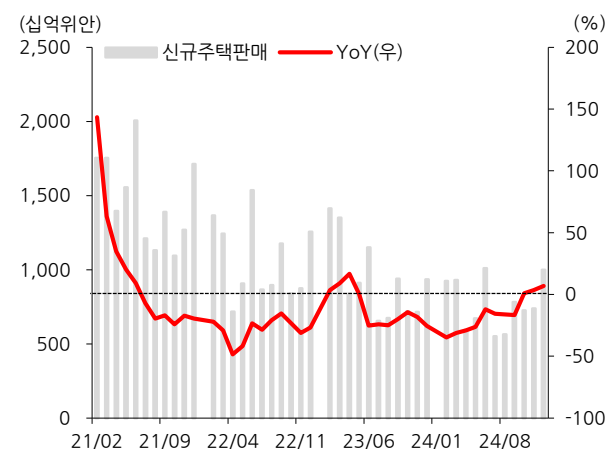
셋째, 중국 부동산 시장의 저점 통과를 기대한다. 중국 부동산 경기지수는 '24년 5월부터 매월 MoM 개선되는 모습이다(그림61). '25년 1월 중국 1선 도시의 신규 주택 가격은 MoM +0.36% 상승했다고 보도됐으며, '24년 12월 중국 신규주택판매는 YoY +6.9% 개선됐다(그림62). 다만, 정부 부양책 등에 따른 기계 수요 영향을 예단하기는 아직 어렵다고 판단하며 부동산 경기 회복 보다는 교체 주기 및 배기규제, 개별 전략(초대형 판매 확대 등)에 초점을 맞춰서 접근하는 것이 더 타당하다고 판단한다.

[그림61] 중국 부동산 경기지수 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 중국 신규주택판매 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

>> 인도, 대규모 인프라 투자 지속

인도, HCE 연간 매출 비중
14% 돌파

'25년에도 대규모 인프라 투자를 통한 인도 굴착기 시장 성장 지속을 전망한다. HCE의 '24년 연간 인도 매출 비중은 14.4%로, 유럽 전체의 11.4%보다도 비중이 높아졌다. 다양한 지역이 포함된 직수출(29.5%)을 제외하면 북미(25.0%) 다음으로 가장 비중이 높은 국가가 되었다. 4Q24에 HCE 인도 매출 비중은 16.7%를 기록했으며, 이제는 북미만큼 중요한 시장이 되었다. 여기에는 인도 시장의 자체 성장도 동력으로 작용했으나 HCE의 인도법인 효율화 전략도 주요한 요인으로 작용했다.

인프라 투자를 통한 굴착기
수요 확대

인도 굴착기 시장은 전통적으로 저가형 시장으로, 기존에는 JCB의 백호로더 등의 소형(Compact) 제품이 전체 건설기계 판매량의 50% 이상을 차지하며 주를 이루었다. 그러나 모디 총리의 인프라 투자('19년 발표한 NIP, '21년 발표한 Gati Shakti 등) 확대로 인해 굴착기 수요가 확대되고 있으며, '24년에는 32,000대 이상이 시장에서 판매됐다. 이 중 HCE의 MS는 약 17%로 2위를 유지하고 있는 것으로 파악된다(그림63).

HCE 인도법인 효율성 개선

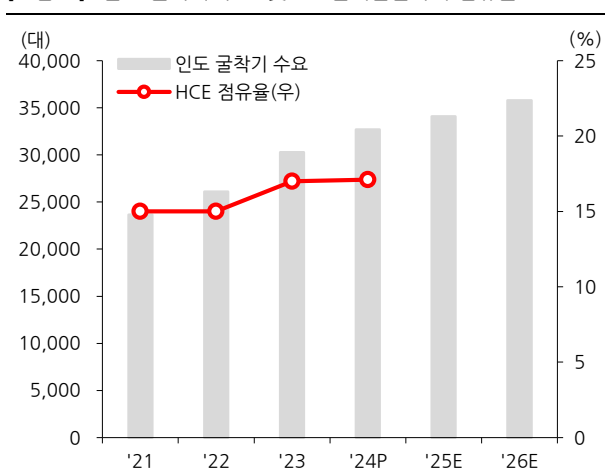
HCE는 인도법인은 생산성 향상을 통해 BEP 판매대수를 '20년 6천대에서 '23년 4.3천대까지 감축시켰으며, '25년 이후로는 3.5천대 이하로 줄일 수 있을 것으로 전망('24년 3.6천대 내외로 추정)한다. 또한, 재료비 절감 및 CKD 현지화를 상승('20년 47%에서 현재 70% 이상)을 통해 '23년 인도법인 OPM은 5%를 달성한 것으로 추정한다. '24년 기준으로는 인도법인 OPM은 8% 내외의 하이싱글을 달성한 것으로 추정하며, 원가 경쟁력을 바탕으로 역외수출까지 확대하고자 하는 모습이다.

'25년 HCE의 인도/브라질 매출은 YoY +5.5% 성장할 것으로 전망하며, 특히 인도 매출이 성장을 주도할 것으로 전망한다. 전망의 근거를 다음 세 가지로 제시한다.

①인프라 투자 지속

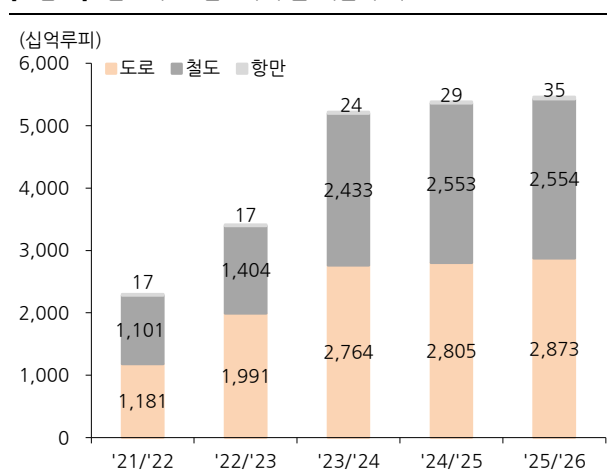
첫째, 정부 주도의 인프라 투자 지속을 통한 굴착기 수요 확대 지속을 기대한다. 모디 총리 3연임 확정 이후 인프라 투자 관련 정책은 큰 변화 기조가 확인된 바가 없으며, 모디 총리는 취임 100일 만에 총 360억 달러 규모의 인프라 프로젝트를 승인했다. FY 25/26 도로·철도·항만 부문 연방예산은 약 5.5조 루피(YoY +1.4%)로, FY 23/24 이후 높은 수준을 계속해서 유지 중이다(그림64).

[그림63] 인도 굴착기 수요 및 HD 현대건설기계 점유율



자료: HD현대건설기계, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] 인도 주요 인프라 부문 예산 추이



자료: 인도 재무부, 한화투자증권 리서치센터

②하반기 신규모델 출시

둘째, 하반기 HCE 인도법인의 MEX(미니굴착기) 신규 현지모델 개발을 통한 시장점유율 확대를 기대한다. 업계에 따르면 인도 시장에서는 최근 미니굴착기 수요도 함께 증가하고 있는 것으로 파악된다. 이에 MEX 시장 선점을 위해 하반기 신규 모델을 출시하면서 MS를 추가 확보할 것으로 기대한다.

③인도법인 역외수출 확대

셋째, 인도법인의 역외수출 확대를 기대한다. HCE는 '24년 12월 기업가치 제고 계획을 통해 인도를 신성장 거점으로 삼을 것이라고 발표했다. 동사는 인도법인 생산요구대수가 '24년 6,662대에서 '27년 8,577대로 늘어날 것으로 전망했으며 생산 Capa를 '24년 약 0.6만대('24년 full capa 초과 추정)에서 '27년 1.3만대 이상으로 확장할 계획이다.

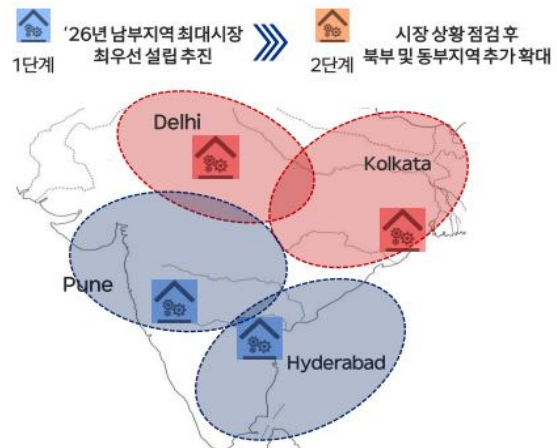
동사는 권역별 종합서비스센터 구축(그림66) 및 딜러 커버리지 확대 및 신규딜러 개발(그림67)을 통해 인도 시장 내 서비스 강화에 중점을 둘 것으로 기대된다. 이를 기반으로 MS를 '24년 17.1% 수준에서 '27년 20%까지 확대할 계획이다. 아울러, 중국 업체들이 공략하는 저가/저스펙 시장(중동/아프리카/아시아/중남미 등)을 인도 공장을 통해 대응할 것으로 전망한다. 인도 공장의 원가 경쟁력을 통해 역외수출을 확대해 동사는 '25년 생산요구대수 대비 15% 이상의 물량을 역외수출할 것으로 전망한다(그림68).

[그림65] HD 현대건설기계 인도 글로벌 생산기지 역할 확대 전략



자료: HD현대건설기계, 한화투자증권 리서치센터

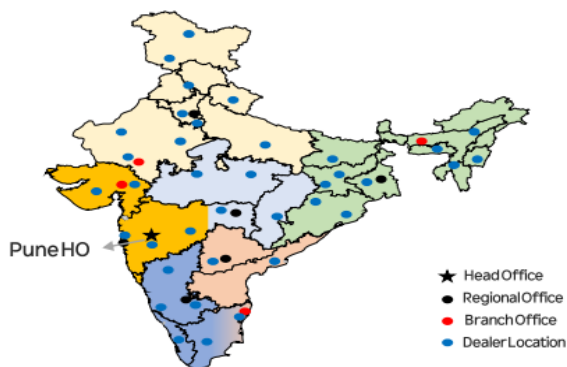
[그림66] HD 현대건설기계 인도 종합서비스센터 구축 계획



자료: HD현대건설기계, 한화투자증권 리서치센터

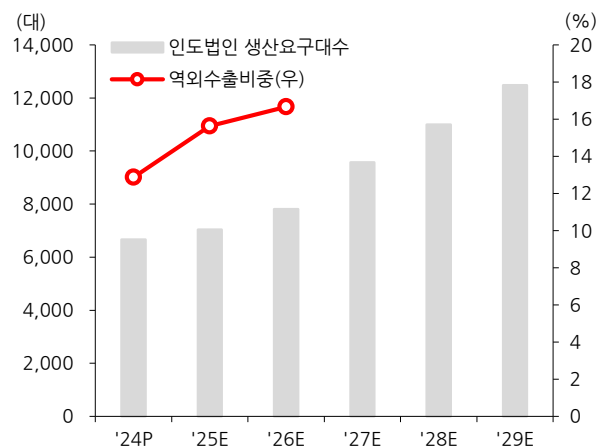
[그림67] HD 현대건설기계 인도 딜러 커버리지 확대 계획

현 37개 딜러사운영 중, 24년 3개 신규딜러 개발
남동부지역영역력 강화 및 대형장비 판매 위해 추가 신규 딜러 개발



자료: HD현대건설기계, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] HCE 인도법인 생산요구대수 및 역외수출 전망



자료: HD현대건설기계, 한화투자증권 리서치센터

3. 재건: 재건 수요의 실제 파악하기

>> 러-우 전쟁 동향 및 종전 가능성

여전히 불확실하지만 종전에 대해서도 생각해볼 때

3년 이상 장기화된 러-우 전쟁은 여전히 종전 협상이 난항을 겪고 있으나 트럼프 대통령 집권 이후 관련 논의는 계속해서 진행되고 있다. 우크라, 러시아, 유럽 세 지역에서 건설기계 매출이 회복할 수 있다는 점에서 종전은 건설기계 업체들, 특히 세 지역의 수요 증가에 따른 수혜가 기대되는 HD현대 2사에게 중요한 이벤트로 작용할 전망이다.

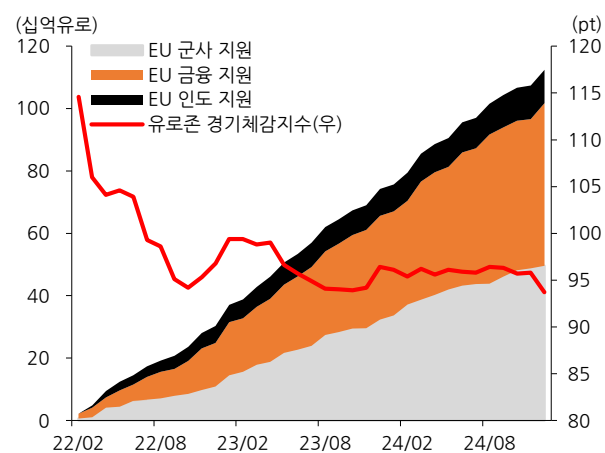
미국 트럼프 대통령은 2/24 우크라이나 전쟁 3주년을 맞아 열린 G7 화상 정상회의에서 정상들은 종전을 원하고 있다고 밝혔다. 젤렌스키 우크라 대통령은 최근 2/28 백악관에서 트럼프 대통령과 정상회담을 하고 광물협정에 서명할 예정이었으나 미국과의 종전구상 및 협상에 대한 의견 합치가 이뤄지지 않으며 설전 끝에 당일 협정은 무산됐다.

미국과 유럽의 입장 차이

미국과 유럽은 전쟁 내내 우크라이나에 지원을 확대해 왔으며, 누적 지원금은 각각 1,100억 유로를 넘어섰다(그림69, 70). 그러나 미국과 유럽은 종전을 바라보는 시각에서 차이를 보이고 있다. 유럽은 러시아와 지리적으로 맞닿아 있어 러시아의 영토 확장 및 군사 작전에 훨씬 민감하다. 2/24 유엔 안보리에서는 미국이 주도한 전쟁 관련 결의가 채택됐다. 미국 주도 결의안은 신속한 종전 필요성을 강조하는 동시에 우크라이나 영토 보전 관련 내용을 제외했고, 영국과 프랑스는 '우크라이나의 주권과 독립, 영토 보전을 지지한다'는 내용을 담은 별도 결의안을 냈지만 러시아의 거부권 행사로 부결됐다.

같은 날 트럼프 대통령과 프랑스 마크롱 대통령은 백악관에서 정상회담을 가졌다. 두 정상은 평화에 대한 시각은 공유했으나 미국은 빠른 종전을 강조한 반면 프랑스는 '14년 러시아의 우크라이나 크림반도 병합 이후 협정에도 전쟁이 발발한 점을 지적하며 휴전이 우크라이나의 행복 혹은 안전 보장이 없는 형태가 되어선 안 된다고 강조했다.

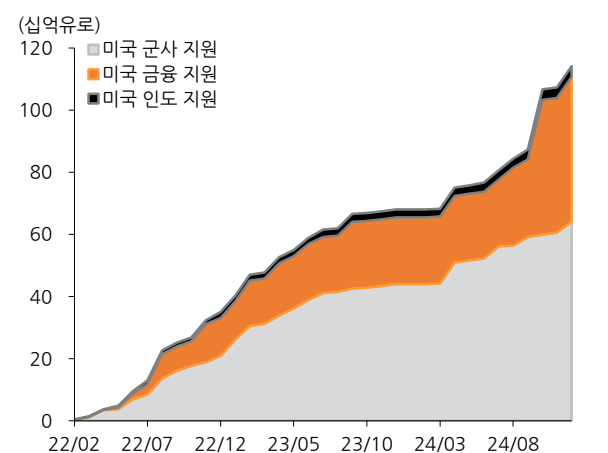
[그림69] EU의 우크라이나 지원금 및 유로존 경기체감지수 추이



주: '24년 12월 기준 누적 기준 지원금

자료: Kiel Institute, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림70] 미국의 우크라이나 지원금 추이



주: '24년 12월 기준 누적 기준 지원금

자료: Kiel Institute, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

우크라이나의 NATO 가입 여부가 가장 큰 걸림돌

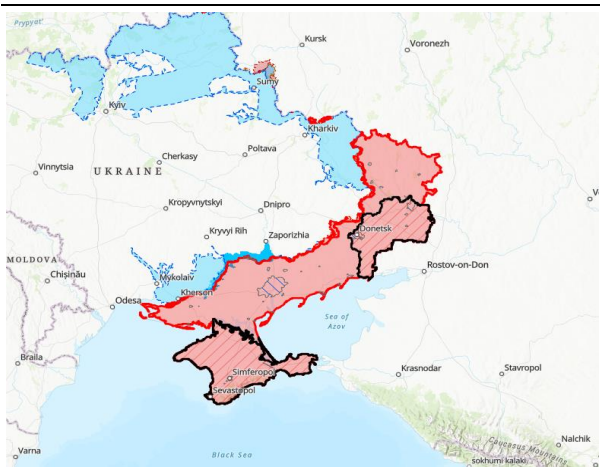
러시아와 우크라이나는 우크라이나의 NATO 가입에 대해서 상반된 입장을 좁히지 못하고 있다. 젤렌스키 우크라이나 대통령은 NATO 가입과 미국/유럽의 지속적인 안보 지원을 요구하고 있다. 우크라이나에 최대 3만명 규모의 유럽 평화유지군 배치에 대해서는 미국과 유럽 모두 긍정적으로 보인다. 그러나 러시아 라브로프 외무장관은 우크라이나가 NATO 가입을 포기하는 것이 종전 협상의 전제 조건이라고 밝혔다. 유럽 평화유지군에 대해서도 강경하게 반대하고 있는 상황이다.

전쟁이 끝나지 않는 근본적인 이유는 크게 바뀌지 않았음

지난 방위산업 보고서 '유비무환(有備無患)'에서 언급한 바와 같이, 거론되는 전쟁 종식 모델 중 그나마 가능성이 높다고 평가받는 것은 한반도 휴전 시나리오다. 러-우 전쟁이 끝나지 못 하는 근본적인 이유는 트럼프 대통령 취임 이후에도 크게 바뀌지 않았다. 유럽은 종전 이후에도 러시아의 침공 가능성을 여전히 견제하고 있다. 일례로 덴마크 국방정보국은 2월 보고서에서 러시아가 단일 전선 전쟁만 수행할 수 있다는 전제 하에 미국이 개입하지 않을 경우 6개월 안에 점령국과 국지전을, 5년 안에 유럽에 대한 대규모 공격을 감행할 수 있다고 분석했다. 유럽은 러시아가 우크라이나 점령지를 확보하게 되는 것과 우크라이나가 NATO에 가입하는 것 모두 부담스러운 상황이다.

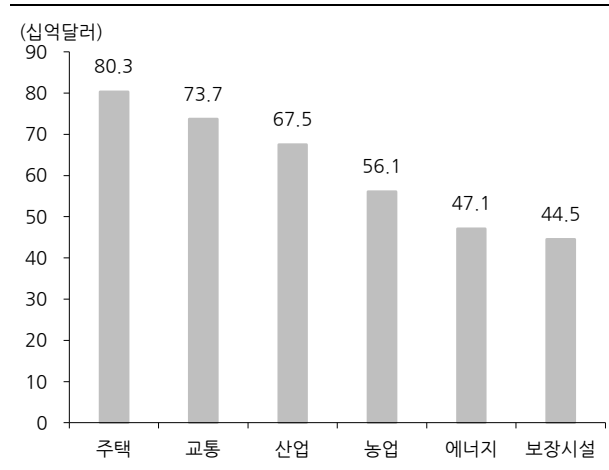
결론적으로 러-우 전쟁 종전의 시기는 다시 한 번 미궁 속으로 빠졌으나 트럼프 행정부의 종전 협상 관련 행보와 전쟁 장기화에 따른 각국의 부담으로 관련한 뉴스플로우는 '25년에 계속해서 이어질 전망이다. '24년 초 Wolrd Bank 등은 RDNA3에서 우크라이나 재건 시 주택/교통 분야에만 10년 간 1,500억 달러가 필요할 것으로 전망했다(그림 72). 그러나 종전 시 국내 건설기계 업체(HD현대 2사)가 우크라이나, 러시아, 유럽에서 실질적으로 어떤 수혜를 입을 수 있을지에 대해서는 추가적인 논의가 필요하다.

[그림71] 러시아의 우크라이나 점령지 현황



자료: ISW, 한화투자증권 리서치센터

[그림72] 우크라이나 재건 시 분야별 필요 금액(24.02 기준)



주: '23년 연말 기준 '33년까지 필요 금액 전망치

자료: RDNA 3(World Bank, UN, EU), 한화투자증권 리서치센터

>> 우크라이나 재건 시 실질 수혜는?

우크라 재건과 관련한
과도한 기대는 경계

우크라이나 재건 관련 HD현대 2사 수혜에 대한 과도한 기대는 경계할 필요가 있다고 판단한다. 그동안 회사들이 컨퍼런스콜 등을 통해 언급한 내용을 종합해 보면, 우크라이나는 전쟁 이전 연간 굴착기 총 시장판매대수가 1,000~1,500대 수준이었다. 그 중 HDI의 점유율은 15~20%, HCE의 점유율은 10~15% 수준으로 추정된다.

재건 시 우크라 수출이
실적에 기여할 수 있는
금액은 회사당 연간
1,000억원 미만으로 추정

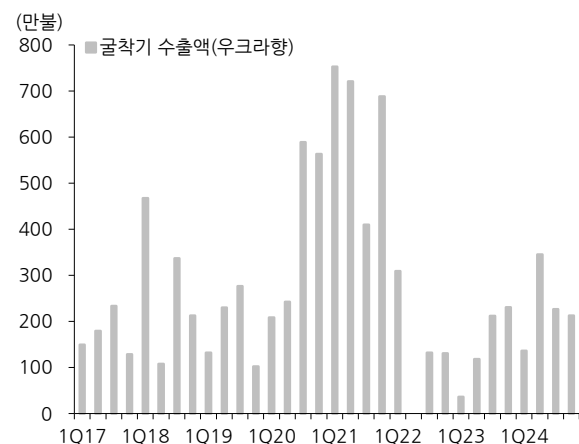
과거 우크라향 굴착기 수출 통관 데이터를 기반으로, 전쟁 이전 '21년에 수출된 굴착기의 평균 중량을 20톤이라고 단순 가정하고 연간 수출 중량을 20톤으로 나누게 되면 한국의 대우크라 수출 대수는 약 280대 정도로 추산된다. 재건 시 굴착기 수요가 '21년 대비 4배 증가한다고 가정할 경우, 연간 수출 대수는 1,100대가 된다(그림74). ASP를 1.3억원으로 가정 시 연간 수출 금액은 약 1,430억원이 되고 HDI/HCE가 이를 절반씩 가져간다고 가정하면 각 사별 연간 우크라 수출 금액은 약 700억원이 된다.

위 계산은 ①수출 통관 데이터 기반, ②평균 중량 20톤, ASP 1.3억원으로 단순 가정, ③ 종전 이후 MS의 변화를 고려하지 않고 단순히 수요의 증가를 통상적으로 사용하는 4배로 임의 가정했다는 점에서 정교하지 못 하다. 그럼에도 P, Q 데이터가 부재한 상황 이므로 가상의 시나리오로 해당 계산을 참고해 본다면, 재건 시에도 HD현대 2사에게 우크라 수출이 기여할 수 있는 연간 매출은 각 회사별로 1,000억원 미만일 것으로 예상 한다. 이는 각 사 연간 총 매출액의 1~3% 내외에 해당하는 수치다.

HDX는 종전 시 시장 진출을
적극적으로 준비 중

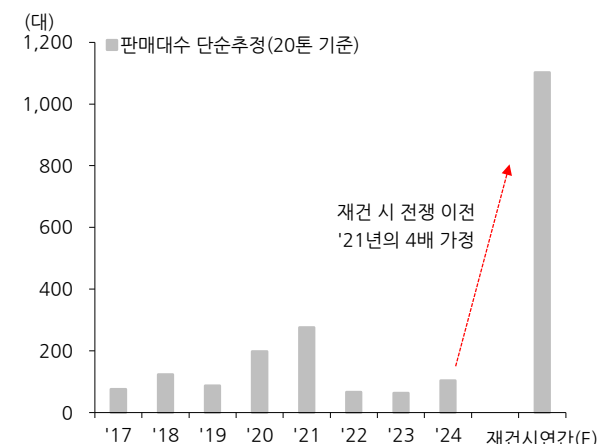
한편, HD현대사이트솔루션(HDX; 건설기계 중간지주사)은 우크라 재건 사업 선점을 위해 적극적으로 준비 중이다. 따라서 아직 재건의 시장 규모나 HDX가 선점할 시장점유율을 가늠하기 힘든 시점에서, 위 계산 대비 업사이드도 존재할 수 있다고 판단한다. 지난 1월 우크라 리비우주 행정청 제1부청장은 HDX 우크라 지사장과 만나 협력 방안을 논의하고, 물류 허브 시설 건설 등에 필요한 토지 구획 등을 지원하겠다는 방침을 발표했다. 이미 우크라는 지난 '23년 6월 인프라부 제1차관이 HCE 울산캠퍼스를 방문한 바 있다. '25년 1월 HDX는 키이우에 대표사무소를 개설한 바 있으며, 우크라 에너지 기업 Naftogaz와 재건 사업 협력을 위한 MOU를 체결하기도 했다.

[그림73] 우크라이나 굴착기 수출액 추이



자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] 국내 건설기계 업체 우크라 연간 판매대수 단순 추정



주: 통관 중량을 20톤으로 나눠서 단순 추정 / 자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

>> 유럽과 러시아 매출 회복에 더 큰 의미가 존재

그럼에도 러-우 종전은
건설기계 주가 상승 요인

재건 사업 진행 시 HDI/HCE의 우크라이나 자체의 연간 매출 기여는 각각 1,000억원 미만으로 전망하나 그럼에도 러-우 종전은 건설기계 주가 상승 요인이라고 판단한다. 종전 시 유럽과 러시아 매출 회복에 따른 실질 손해가 우크라이나 재건 사업보다도 더 클 수 있다고 판단하기 때문이다.

유럽 지역의 판매량 회복
요인으로 작용 가능

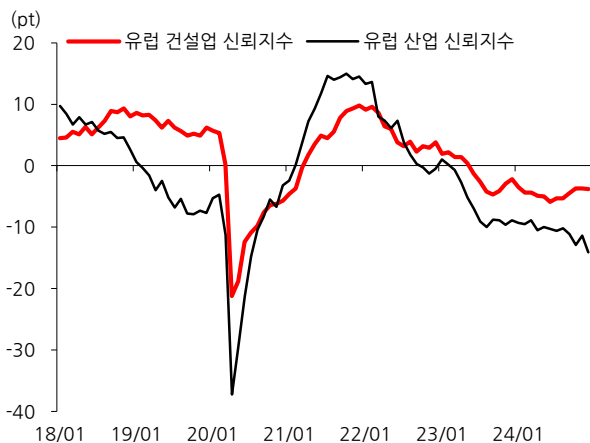
HDI의 북미/유럽 매출 비중은 '23년 31.0%, '24년 26.4%로, 유럽 비중은 공개된 바 없으나 전체 매출의 15~18% 수준일 것으로 추정한다. HCE의 유럽 매출 비중은 '23년 12.3%, '24년 11.4%다. 두 업체 모두 유럽의 러-우 전쟁 장기화에 따른 예산 감축 및 고금리 장기화로 인한 보수적인 달러 채고 운영에 의해 '24년 유럽 매출이 감소했다. 그러나 종전 시 주변국들의 수요가 '24년 수준보다 3~5%만 회복한다고 해도 매출 비중을 고려하면 우크라이나 재건보다도 매출 기여도는 더 클 수 있을 것으로 기대한다.

러시아 판매가 돌아온다면

종전 시 실적 기여도 면에서 가장 기대되는 지역은 러시아다. 러시아도 일부 재건 수요 발생 가능성을 고려한다면 종전 시 회사별로 1,500~2,000억원 수준의 매출 증가 요인으로 작용할 것으로 기대한다. 앞서 우크라 수출 판매대수 추정과 같은 방식으로, 수출 통관 데이터를 기반으로 제품 중량을 20톤으로 가정하면 '21~'23년 한국의 대러 연 굴착기 수출대수는 3,100~3,700대 가량으로 추산된다. 업체들이 컨퍼런스콜 등에서 언급한 내용을 종합하면, 러시아 굴착기 시장은 연간 판매량 11,000~16,000대 수준, HD현대 2사의 MS는 각각 10~13% 정도 수준인 것으로 추정된다.

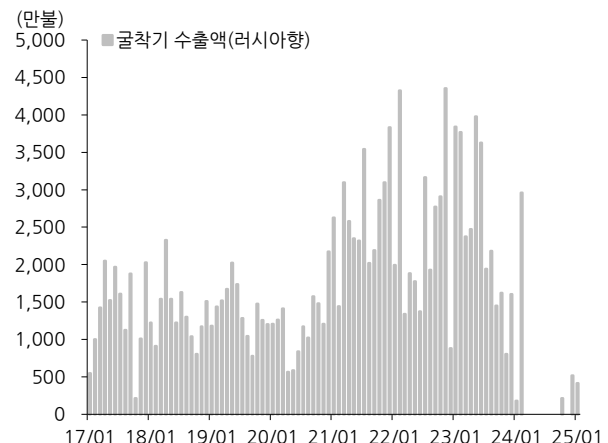
한국 업체는 '24년 2월부터 대러 수출 통제 강화로 인해 굴착기 수출이 6개월 가량 공백이었다(그림76). 연말에는 일부 물량이 정부 승인을 받아 수출된 것으로 보이나 여전히 미미한 상황이다. 종전 시 수출 제재 해제 가능성은 낮지 않다고 판단한다. '25년 2월부터 대러 의료장비 수출 제재를 해제하기로 한 선례가 생긴 가운데, 해당 해제의 근거가 된 인도주의적 고려사항이 종전 후에는 굴착기 등 복구/재건용 제품으로 확대될 가능성이 있기 때문이다. 미국/한국 기업들이 러시아 시장 재진출을 모색하고 있는 상황에서 굴착기 제재를 종전 이후에도 계속 이어나갈 가능성이 높다고 판단하지는 않는다.

[그림75] 유럽 건설업 및 산업 신뢰지수



주: '25년 1월 기준, 기준점=0 / 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림76] 러시아 굴착기 수출액 추이



자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

4. 밸류: Peer 대비 할인폭 축소 가능성 점검

>> 해외 Peer 대비 할인폭 축소를 위해선 MS 확대가 필요

할인폭 축소를 위해서는
MS 확대가 필수

당사 추정치 기준 국내 3사의 12MF P/E는 7.0~8.0배 수준으로, 해외 Peer 대비 할인 받고 있다. 해외 Peer들의 12MF P/E는 미국(Caterpillar, John Deere)은 15~20배, 일본(Komatsu, Hitachi, Kubota)은 9~10배 수준이다. 할인폭 축소를 위해서는 ①라인업 확충, ②판매채널 확대를 통한 MS 증가가 필수적이다.

선진시장에서 높은 MS를
보유한 업체가 Target
Multiple 관점에서 유리

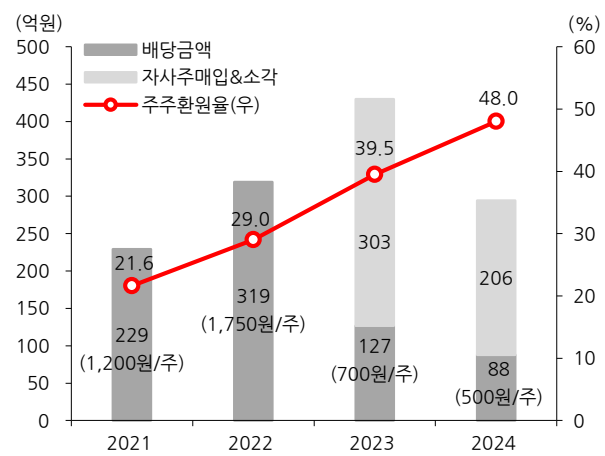
Target Multiple 부여 관점에서는 밥캣이 북미 시장 내에서의 기존의 강력한 MS(SSL, CTL 등 Core 제품 기준)를 바탕으로 여전히 프리미엄을 받을 수 있다고 판단한다. 870개에 달하는 북미 딜러망 및 브랜드 파워도 주요 투자포인트다. HD현대 2사는 선진시장에서 굴착기/휠로더의 MS가 미드싱글을 돌파하는 구간이라고 판단하며, 미니굴착기의 경우 신규 라인업을 출시하며 MS를 확장해 나가는 단계다. 그러나 지속적인 라인업 확대 및 메가딜러 육성 등을 통해 시장을 아웃퍼폼하는 모습을 보여준다면, 선진업체들과의 밸류에이션 할인폭 축소 요인으로 작용할 수 있다고 판단한다.

적극적인 주주환원정책
시행은 긍정적

국내 건기 3사가 적극적인 주주환원정책을 시행하고 있다는 점 또한 긍정적이다. 밥캣은 '25년부터 향후 3년간 주주환원을 40%, 최소 배당금 주당 1,600원 도입 계획을 발표했다. 배당은 연 2회에서 매분기로 전환하고, 특별주주환원으로 '24년 말 2,000억원의 자사주 매입·소각을 결정했다.

HDI, HCE는 별도 당기순이익 기준 30% 이상의 주주환원을 지향 및 성장 기반 수익 개선을 통한 배당 규모 확대 계획을 공시했다. HDI의 '29년 목표는 매출 7~8조원, 영업이익률 목표 10% 이상이며, 중장기 ROE Target은 15% 이상이다. HCE는 '23~'29년 평균 매출성장률 8%, '29년 영업이익률 10% 이상, 중장기 ROE Target 12% 이상을 목표로 제시했다. 특히, HCE는 주주가치 제고를 위해 기보유한 자사주 643,797주 중 592,000주도 추가 소각하고 잔여 51,797주까지 소각을 추진할 예정이다.

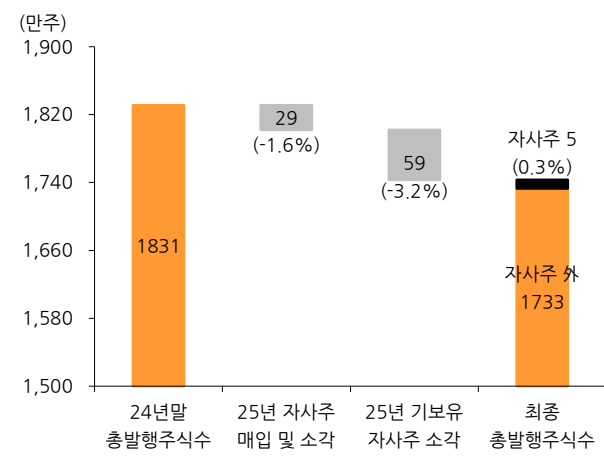
[그림77] HD 현대건설기계 현금배당/자사주매입&소각 추이



주: 주주환원율 = (배당+자사주매입&소각) / 별도당기순이익

자료: HD현대건설기계, 한화투자증권 리서치센터

[그림78] HD 현대건설기계 2025년 자사주 매입 및 소각



주: 기보유 자사주 643,797주 중 592,000주 소각 (잔여 51,797주도 소각 추진)

자료: HD현대건설기계, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 분석 대상 3 개사 목표주가 및 밸류에이션

항목		분석 대상 종목		
		두산밥캣	HD현대인프라코어	HD현대건설기계
투자 의견		Buy(유지)	Buy(유지)	Buy(유지)
목표주가(원)		64,000	10,200	88,000
현재주가(원, 3/4)		45,300	8,300	71,600
시가총액(십억원, 3/4)		4,541	1,599	1,311
상승여력(%)		▲41.3	▲22.9	▲22.9
12m Fwd EPS(원)		6,121	1,074	9,297
Target Multiple (P/E)		10.5	9.5	9.5
2025E	P/E	7.4	9.5	8.0
	P/B	0.6	0.8	0.7
	ROE	8.7	8.5	8.5
2026E	P/E	7.4	6.0	6.6
	P/B	0.6	0.7	0.6
	ROE	8.2	11.9	9.3

자료: 한화투자증권 리서치센터

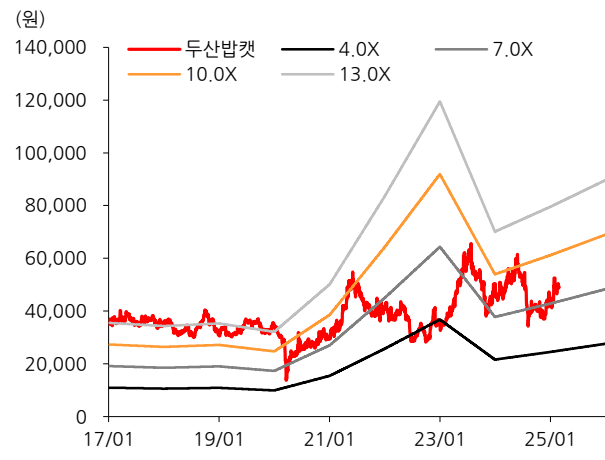
[표3] 글로벌 건설기계 업체 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	주가 (달러)	상대수익률(%)					P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE	
				1W	1M	3M	6M	1Y	25	26	25	26	25	26	25	26
두산밥캣	KS	3.1	31.3	-2.1	-6.6	7.4	13.3	4.2	7.8	7.0	0.7	0.6	5.6	6.2	8.2	9.0
HD 현대인프라코어	KS	1.1	5.6	-3.8	8.3	13.3	24.1	9.3	10.0	7.1	0.8	0.7	5.9	4.9	7.8	10.1
HD 현대건설기계	KS	0.9	47.4	-3.9	2.1	11.7	38.4	31.4	9.6	7.7	0.7	0.6	6.6	5.6	7.7	9.1
진성티씨	KS	0.1	6.4	-0.8	-1.1	0.7	18.1	5.1	8.9	5.8	0.8	0.7	4.3	3.1	8.5	12.7
Caterpillar	US	158.7	332.0	-1.9	-7.9	-15.0	-6.6	-13.2	16.4	14.7	8.3	7.6	11.3	10.6	53.8	53.7
Deere&Co.	US	126.4	465.8	-3.7	0.0	3.2	16.5	14.8	24.1	20.8	6.4	6.0	18.2	16.0	28.1	31.7
Hitachi	JP	5.6	26.0	4.0	9.3	19.0	12.1	-4.3	9.5	9.3	1.0	0.9	6.1	6.1	11.0	10.7
Komatsu	JP	28.0	29.4	-0.7	1.7	13.6	15.3	8.1	10.4	10.1	1.3	1.2	6.8	6.7	12.6	12.5
Sandvic	SS	27.8	22.2	-1.5	-1.1	4.6	6.0	-11.4	16.4	15.4	2.8	2.6	10.5	9.9	17.4	17.5
Sany	CH	21.8	2.6	5.8	14.7	12.5	-4.2	24.8	19.9	15.8	2.0	1.9	13.1	11.1	10.4	12.0
CNHI	IM	15.2	12.2	-6.7	-3.0	0.0	16.2	-11.1	17.1	12.3	1.9	1.7	12.2	9.2	13.4	16.6
Kubota	JP	14.0	12.2	-1.3	2.2	3.7	-12.1	-10.2	9.6	8.7	0.8	0.8	10.1	9.3	8.7	9.1
XCMG	CH	14.4	1.2	2.1	14.4	12.0	22.0	34.0	12.8	10.0	1.6	1.4	10.4	8.5	12.5	14.5
Zoomlion	CH	9.1	1.1	8.4	8.1	17.1	14.5	-8.3	14.1	11.5	1.1	1.1	11.8	10.2	8.1	9.3
Oshkosh	US	6.3	97.5	-5.1	-13.4	-11.6	-9.6	-24.6	8.9	7.6	1.4	1.2	6.6	6.0	16.1	16.7
Terex	US	2.5	38.3	-8.5	-16.5	-28.8	-32.1	-44.3	7.9	6.7	1.2	1.0	6.8	6.4	16.1	16.6
Takeuchi	JP	1.6	33.2	-5.3	-4.4	7.7	18.3	1.6	7.7	9.1	1.4	1.3	4.1	5.1	20.0	14.2
Industry Average									13.4	11.7	2.4	2.2	9.9	8.8	17.6	18.1

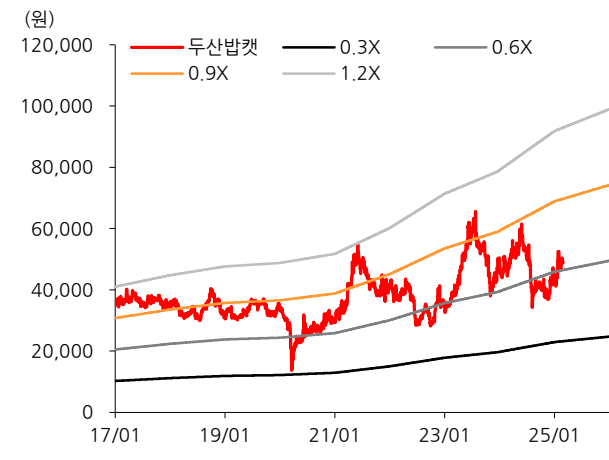
주: '24.03.04 Bloomberg 컨센서스 기준. 평균값은 해외 기업들의 평균

자료: Bloomberg, WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

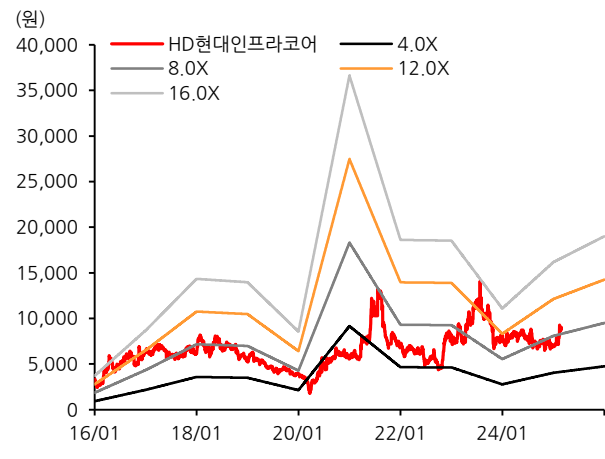
[그림79] 두산밥캣 P/E 밴드차트



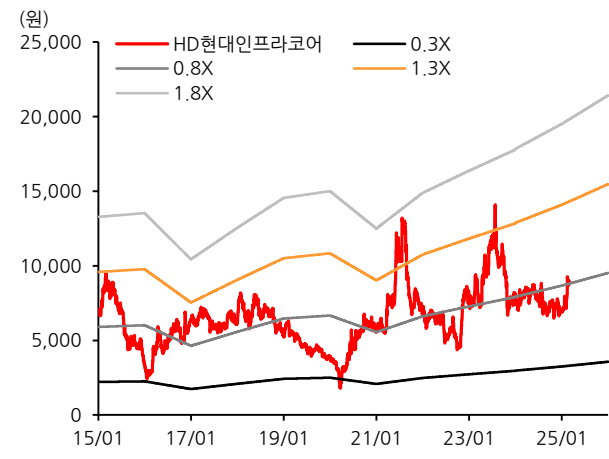
[그림80] 두산밥캣 P/B 밴드차트



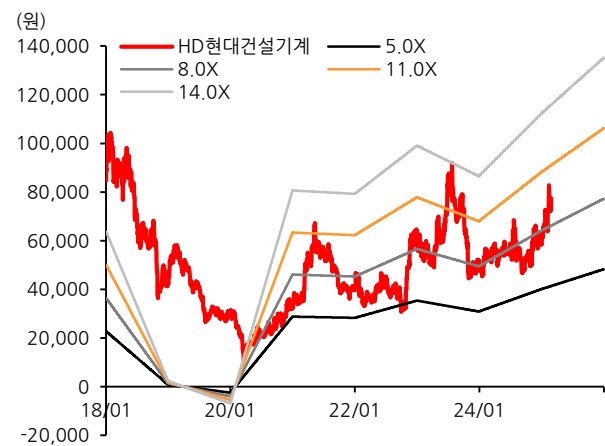
[그림81] HD 현대인프라코어 P/E 밴드차트



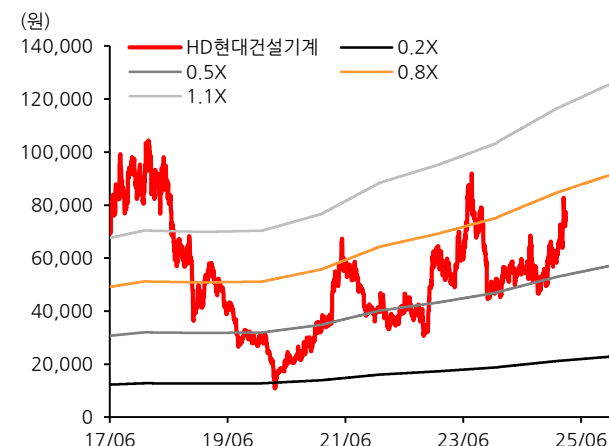
[그림82] HD 현대인프라코어 P/B 밴드차트



[그림83] HD 현대건설기계 P/E 밴드차트



[그림84] HD 현대건설기계 P/B 밴드차트





V.

기업분석

1. 두산밥캣 (241560)
2. HD현대인프라코어 (042670)
3. HD현대건설기계 (267270)

두산밥캣 (241560)

나에게는 북미 생산기지가 있다



▶ Analyst 배성조 seongjo.bae@hanwha.com 02-3772-7611

Buy (유지)

목표주가(상향): 64,000원

현재 주가(3/4)	43,300원
상승여력	▲41.3%
시가총액	45,413억원
발행주식수	100,249천주
52 주 최고가 / 최저가	61,500 / 34,250원
90 일 일평균 거래대금	306.16억원
외국인 지분율	32.8%

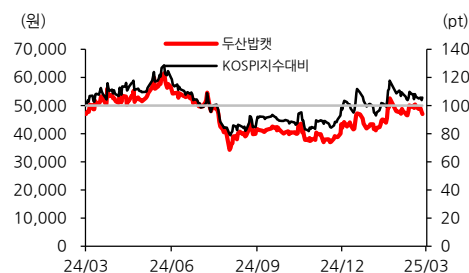
주주 구성	
두산에너지빌리티 (외 2 인)	46.1%
국민연금공단	7.2%
자사주	4.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.3	7.5	8.6	-3.6
상대수익률(KOSPI)	-7.2	4.8	10.6	1.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	9,759	8,551	8,624	8,994
영업이익	1,390	871	817	918
EBITDA	1,635	937	1,096	1,202
지배주주순이익	921	563	585	582
EPS	9,192	5,628	6,118	6,084
순차입금	16	90	-319	-739
PER	5.5	9.5	7.4	7.4
PBR	0.8	0.8	0.6	0.6
EV/EBITDA	3.1	5.8	3.9	3.2
배당수익률	3.2	3.0	4.0	4.0
ROE	16.8	9.0	8.7	8.2

주가 추이



4Q24 Review: 영업이익 시장 기대치 상회

두산밥캣은 4분기 매출액 2조 1,423억원(YoY -7.5%, 이하 YoY), 영업이익 1,802억원(-29.6%, OPM 8.4%)을 기록했다. 영업이익 기준 컨센서스를 +36.8% 상회했다. 이는 기존 우려 대비 북미 리테일이 강한 브랜드 파워를 바탕으로 선방했기 때문으로 평가한다. 현재 북미 달러 재고는 4.5개월 수준으로 3분기 대비 연말 재고 절대치는 약 30~40% 감소했을 것으로 추정한다. 하반기부터 금리 등 매크로 불확실성이 어느정도 해소 될 경우 홀세일 매출 반등을 기대해 볼만한 상황이다.

보수적인 환율 가정, 보수적인 가이던스

동사는 '25년 목표를 매출액 8조 4,480억원(-1.2%), 영업이익 7,920억원(-9.1%, OPM 9.4%)으로 제시했다. 경영계획 상 환율 가정이 1,320 원인 점과 하반기 북미 회복 가능성을 고려하면 보수적인 가이던스라고 판단한다. '25년 매출액 8조 6,236억원(+0.8%), 영업이익 8,173억원(-6.2%, OPM 9.5%)을 전망한다. '25년 PSD는 '24년 매출의 13% 대비 소폭 줄어든 12% 수준으로 추정한다.

나에게는 북미 생산기지가 있다

동사는 북미 업황 반등 및 리쇼어링(법인세 인하 등)의 수혜도가 가장 높을 수 있는 기계 업체다. 북미 매출 비중은 약 75%, Core 제품(SSL/CTL 등)의 북미 MS는 약 30%에 달한다. 북미에 생산기지가 있어 생산의 약 67%가 북미에서 이뤄져 관세 불확실성에서도 가장 안전하다. 트럼프 2기 행정부 시대에 주목할 만한 업체라고 판단한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 64,000원으로 상향

두산밥캣에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 64,000원으로 상향한다. 목표주가는 12MF EPS에 글로벌 Peer(타입터 5개사) 평균 12MF P/E를 25% 할인한 10.5배를 적용해 산출했다. 모트롤은 4분기 연결 인식되기 시작했으며 현재는 매출 내 밥캣 비중이 5~10% 내외로 알려져 있으나, '30년까지 30% 달성을 기대한다. 동사는 앞으로도 M&A 등 Inorganic 성장을 통해 '30년 매출 비중 16조원(Inorganic 3조원) 달성할 것을 목표로 제시했다. 현재 밸류에이션은 국내 Peer 대비해서도 저평가 구간이다. 동사를 업종 내 최선호주로 제시한다.

[표4] 두산밥캣 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	2,395	2,237	1,778	2,142	2,093	2,241	2,031	2,259	9,759	8,551	8,624	8,994
North America	1,827	1,633	1,294	1,581	1,512	1,644	1,560	1,737	7,260	6,335	6,454	6,821
Bobcat	1,643	1,452	1,105	1,419	1,361	1,483	1,410	1,574	6,294	5,619	5,828	6,185
Industrial Truck	184	180	189	162	152	161	150	163	966	715	627	636
EMEA	352	369	289	297	352	355	273	265	1,579	1,307	1,244	1,246
Bobcat	279	288	216	223	265	268	207	201	1,246	1,006	940	938
Industrial Truck	74	81	73	74	87	87	66	64	333	301	304	308
ALAO	215	235	195	265	229	242	197	257	920	910	925	927
Bobcat	125	141	111	124	106	112	92	119	505	501	430	426
Industrial Truck	90	94	84	97	84	89	72	94	415	365	340	343
Mottrol	0	0	0	44	39	41	33	43	0	44	156	157
Compact	1,931	1,759	1,317	1,648					7,523	6,655		
GME	230	186	147	179					887	742		
Portable Power	110	119	111	113					512	452		
Industrial Truck	354	359	350	337					1,724	1,399		
Mottrol	0	0	0	44					0	44		
영업이익	326	240	126	180	216	233	176	192	1,390	871	817	918
영업이익률	13.6	10.7	7.1	8.4	10.3	10.4	8.7	8.5	14.2	10.2	9.5	10.2
순이익	217	158	64	124	147	160	135	144	921	563	585	582
순이익률	9.1	7.1	3.6	5.8	7.0	7.1	6.6	6.4	9.4	6.6	6.8	6.5
YoY 성장률												
매출액	-0.4	-16.3	-24.9	-7.5	-12.6	0.2	14.2	5.4	13.2	-12.4	0.8	4.3
North America	1.9	-18.6	-26.3	-7.3	-17.2	0.7	20.6	9.9	16.5	-12.7	1.9	5.7
EMEA	-9.9	-11.9	-25.6	-22.2	-0.1	-3.8	-5.4	-10.9	8.0	-17.2	-4.8	0.1
ALAO	-2.5	-5.6	-12.3	16.1	6.7	2.8	1.2	-3.0	-1.0	-1.1	1.7	0.2
영업이익	-11.8	-48.7	-57.8	-29.6	-33.7	-2.7	39.9	6.6	29.7	-37.3	-6.2	12.3
순이익	4.5	-48.7	-66.0	-42.7	-32.0	1.2	109.4	15.7	43.1	-38.9	3.9	-0.6

자료: 두산밥캣, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 두산밥캣 Valuation Table

구분	내용	비고
예상 EPS(원)	6,121	12개월 Fwd 기준
Target P/E(배)	10.5	글로벌 건설기계 탑티어 5개사 12MF P/E 평균 25% 할인
목표 주가(원)	64,000	
현재 주가(원)	45,300	25.03.04 종가 기준
상승여력(%)	▲41.3	

주: 글로벌 Peer는 Caterpillar, John Deere, Komatsu, Hitachi C.M., Kubota 기준

자료: 두산밥캣, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	8,622	9,759	8,551	8,624	8,994
매출총이익	1,949	2,377	1,991	1,774	1,923
영업이익	1,072	1,390	871	817	918
EBITDA	1,294	1,635	937	1,096	1,202
순이자손익	-81	-74	-40	-73	-69
외화관련손익	-56	-12	77	44	42
지분법손익	2	-1	0	0	0
세전계속사업손익	886	1,257	798	786	824
당기순이익	644	921	563	585	582
지배주주순이익	644	921	563	585	582
증가율(%)					
매출액	194.2	13.2	-12.4	0.8	4.3
영업이익	282.4	29.7	-37.3	-6.2	12.3
EBITDA	262.8	26.3	-42.7	17.0	9.6
순이익	1,050.7	43.1	-38.9	3.9	-0.6
이익률(%)					
매출총이익률	22.6	24.4	23.3	20.6	21.4
영업이익률	12.4	14.2	10.2	9.5	10.2
EBITDA 이익률	15.0	16.8	11.0	12.7	13.4
세전이익률	10.3	12.9	9.3	9.1	9.2
순이익률	7.5	9.4	6.6	6.8	6.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업현금흐름	704	1,280	513	1,011	991
당기순이익	632	910	553	585	582
자산상각비	223	245	66	279	284
운전자본증감	-277	96	-268	146	124
매출채권 감소(증가)	-180	42	-250	72	8
재고자산 감소(증가)	-420	-164	-590	416	48
매입채무 증가(감소)	385	278	938	-342	68
투자현금흐름	-123	-249	-392	-397	-398
유형자산처분(취득)	-168	-166	-265	-272	-273
무형자산 감소(증가)	-65	-90	-94	-125	-126
투자자산 감소(증가)	9	0	0	0	0
재무현금흐름	-875	-347	259	-204	-172
차입금의 증가(감소)	-689	-189	410	0	0
자본의 증가(감소)	-186	-158	-156	-204	-172
배당금의 지급	-184	-155	-160	-204	-172
총현금흐름	1,305	1,560	1,066	865	867
(-)운전자본증감(감소)	215	-271	300	-146	-124
(-)설비투자	172	170	267	272	273
(+)자산매각	-61	-86	-92	-125	-126
Free Cash Flow	857	1,575	407	613	592
(-)기타투자	-40	167	1	0	0
잉여현금	896	1,408	407	613	592
NOPLAT	779	1,019	615	609	648
(+) Dep	223	245	66	279	284
(-)운전자본투자	215	-271	300	-146	-124
(-)Capex	172	170	267	272	273
OpFCF	614	1,364	113	762	784

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	3,083	3,886	5,397	5,318	5,683
현금성자산	706	1,407	1,819	2,228	2,649
매출채권	622	564	736	664	656
재고자산	1,651	1,814	2,739	2,323	2,275
비유동자산	6,166	6,486	6,834	6,952	7,066
투자자산	246	243	283	283	283
유형자산	1,111	1,259	1,402	1,453	1,500
무형자산	4,809	4,985	5,149	5,217	5,284
자산총계	9,248	10,372	12,231	12,270	12,748
유동부채	2,054	2,411	3,548	3,206	3,274
매입채무	1,526	1,789	2,661	2,319	2,387
유동성이자부채	168	152	490	490	490
비유동부채	2,170	2,006	2,178	2,178	2,178
비유동이자부채	1,344	1,271	1,419	1,419	1,419
부채총계	4,224	4,417	5,726	5,384	5,452
자본금	55	56	57	57	57
자본잉여금	2,858	1,908	1,952	1,952	1,952
이익잉여금	2,743	4,543	5,046	5,427	5,837
자본조정	-631	-551	-550	-550	-550
자기주식	-1	-4	-7	-7	-7
자본총계	5,024	5,955	6,505	6,886	7,296

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
주당지표					
EPS	6,425	9,192	5,628	6,118	6,084
BPS	50,119	59,400	64,891	71,839	76,116
DPS	1,350	1,600	1,600	1,800	1,800
CFPS	13,016	15,565	10,634	9,020	9,040
ROA(%)	7.2	9.4	5.0	4.8	4.7
ROE(%)	13.8	16.8	9.0	8.7	8.2
ROIC(%)	14.0	17.3	9.8	9.3	9.9
Multiples(x, %)					
PER	5.4	5.5	9.5	7.4	7.4
PBR	0.7	0.8	0.8	0.6	0.6
PSR	0.4	0.5	0.6	0.5	0.5
PCR	2.7	3.2	5.0	5.0	5.0
EV/EBITDA	3.3	3.1	5.8	3.9	3.2
배당수익률	3.9	3.2	3.0	4.0	4.0
안정성(%)					
부채비율	84.1	74.2	88.0	78.2	74.7
Net debt/Equity	16.0	0.3	1.4	-4.6	-10.1
Net debt/EBITDA	62.3	1.0	9.6	-29.1	-61.5
유동비율	150.1	161.2	152.1	165.9	173.6
이자보상배율(배)	12.8	12.4	8.6	7.8	9.2
자산구조(%)					
투하자본	85.9	78.3	75.8	72.3	69.1
현금+투자자산	14.1	21.7	24.2	27.7	30.9
자본구조(%)					
차입금	23.1	19.3	22.7	21.7	20.7
자기자본	76.9	80.7	77.3	78.3	79.3

HD현대인프라코어 (042670)

나에게는 엔진이 있다



▶ Analyst 배성조 seongjo.bae@hanwha.com 3772-7611

Buy (유지)

목표주가(상향): 10,200원

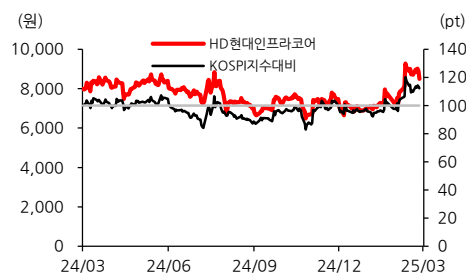
현재 주가(3/4)	8,300원
상승여력	▲22.9%
시가총액	15,990억원
발행주식수	192,656천주
52 주 최고가 / 최저가	9,270 / 6,490원
90 일 일평균 거래대금	212.69억원
외국인 지분율	10.9%
주주 구성	
HD 현대사이트솔루션 (외 2 인)	34.2%
국민연금공단	10.8%
두산인프라코어우리스주	0.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	10.2	15.9	22.1	3.9
상대수익률(KOSPI)	8.3	13.3	24.1	9.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	4,660	4,114	4,419	4,702
영업이익	418	184	237	352
EBITDA	570	340	391	503
지배주주순이익	231	108	165	254
EPS	1,156	563	877	1,385
순차입금	1,050	878	783	628
PER	7.0	15.2	9.5	6.0
PBR	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.7	7.6	6.1	4.4
배당수익률	1.4	0.8	1.2	1.8
ROE	13.4	5.9	8.5	11.9

주가 추이



4Q24 Review: 영업이익 시장 기대치 하회

HD현대인프라코어는 4분기 매출액 9,389억원(YoY -4.3%, 이하 YoY), 영업이익 -109억원(적자전환, OPM -1.2%)을 시현했다. 컨센서스 대비 매출액은 부합했으나, 영업이익은 크게 하회했다. 영업이익은 판매/믹스 악화(-240억원), 판가/DC 효과(-170억원) 등으로 인해 YoY -249억원 감소했다. 딜러 재고 감축을 위한 리테일 프로모션 비용 및 신제품 개발 비용 증가가 영업손실로 이어졌다.

공격적으로 보이는 가이던스, 불가능은 아니다

동사는 '25년 실적 가이던스를 매출액 4조 8,048억원(+16.8%), 영업이익 2,335억원(+26.8%, OPM 4.9%)으로 제시했다. 매출액 목표 대비 OPM 목표('25년 건기 3.4%, 엔진 9.3%)는 비교적 보수적이다. 이는 ①건기는 선진시장 컴팩 및 중국 소형/휠(수익성↓) 판매 확대(매출/MS↑) 목표, ②엔진은 방산(K2 전차) 및 발전기용 엔진 모멘텀 지속(매출↑)에도 신기종(DX05/08 등) 투자에 대한 상각 개시(수익성↓)를 반영했기 때문이라고 판단한다. 탑라인 측면에서는 북미(1Q24 대비 딜러 재고 약 30% 감축 추정)와 중국('26년 중대형 교체주기, 초대형 판매 및 수출 확대 전략)에서 업사이드가 존재한다는 판단이다.

나에게는 엔진이 있다

동사의 엔진 사업부는 '25년 매출액 1조 2,169억원(+8%), OPM 9.5%를 달성할 것으로 전망한다. 수익성이 높은 발전기용, 방산용의 수출 확대를 기대한다. 특히, 발전기용은 북미 오일&가스 및 데이터센터와 더불어 향후 유럽 전후 재건 관련 수요 전망도 긍정적이다. 동사는 지난 12월 1,412억원 규모의 군산공장 내 엔진공장 증설을 발표했으며, 이곳에서 연간 방산용 120대, 초대형(최대 3MW급) 발전기용 1,250대 생산 등이 가능할 전망이다. 이르면 2H26부터 양산 돌입을 기대한다. 동사는 '29년 엔진 매출 목표를 2.3조원(CAGR +12%)으로 제시했다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 10,200원으로 상향

HD현대인프라코어에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 10,200원으로 상향한다. 목표주가는 12MF EPS에 글로벌 Peer(미국 제외)의 평균 12MF P/E를 30% 할인한 9.5배를 적용해 산출했다.

[표6] HD 현대인프라코어 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	1,157	1,108	910	939	1,144	1,169	1,049	1,057	4,660	4,114	4,419	4,702
건설기계	848	786	655	683	822	829	763	787	3,498	2,972	3,202	3,424
신흥/한국	467	435	370	345	422	411	381	374	1,785	1,618	1,588	1,647
북미/유럽	313	276	227	268	288	318	300	323	1,447	1,084	1,229	1,336
중국	68	75	58	70	113	101	83	90	266	271	386	441
엔진	309	322	255	256	322	340	286	270	1,162	1,127	1,217	1,278
영업이익	93	82	21	-11	72	74	54	38	418	184	237	352
건설기계	46	31	-12	-37	38	37	29	18	266	28	122	211
엔진	47	51	33	26	34	37	24	20	152	157	116	141
영업이익률	8.0	7.4	2.3	-1.2	6.3	6.4	5.1	3.6	9.0	4.5	5.4	7.5
건설기계	5.4	3.9	-1.8	-5.4	4.6	4.5	3.9	2.2	7.6	0.9	3.8	6.2
엔진	15.2	15.8	12.8	10.2	10.5	11.0	8.5	7.5	13.1	13.9	9.5	11.0
순이익	68	63	-25	3	49	56	34	26	231	108	165	253
순이익률	5.8	5.7	-2.8	0.3	4.3	4.8	3.2	2.4	5.0	2.6	3.7	5.4
YoY 성장률												
매출액	-10.1	-15.7	-15.5	-4.3	-1.1	5.5	15.3	12.6	-2.0	-11.7	7.4	6.4
건설기계	-13.5	-22.4	-17.2	-4.2	-3.0	5.5	16.6	15.3	-5.9	-15.0	7.7	6.9
신흥/한국	-14.7	-18.6	-2.2	6.5	-9.6	-5.7	3.0	8.3	-2.9	-9.4	-1.8	3.8
북미/유럽	-9.4	-31.8	-36.9	-20.4	-8.2	15.3	32.0	20.6	12.8	-25.0	13.3	8.7
중국	-22.4	1.5	9.3	34.1	66.5	34.1	43.0	28.6	-55.3	1.6	42.7	14.3
엔진	0.7	7.1	-10.7	-4.7	4.0	5.5	12.0	5.6	11.9	-3.0	8.0	5.0
영업이익	-39.2	-49.7	-76.9	적전	-22.8	-8.9	159.3	흑전	25.8	-56.0	28.9	48.3
건설기계	-55.7	-73.4	적전	적지	-17.3	19.9	흑전	흑전	27.9	-89.6	341.8	73.7
엔진	-4.7	9.8	-17.0	50.5	-28.2	-26.4	-25.8	-22.9	22.2	2.8	-26.2	21.6
순이익	-39.9	-44.3	적전	흑전	-27.8	-11.4	흑전	708.4	0.5	-53.0	51.8	54.0

자료: HD현대인프라코어, 한화투자증권 리서치센터

[표7] HD 현대인프라코어 Valuation Table

구분	내용	비고
예상 EPS(원)	1,074	12개월 Fwd 기준
Target P/E(배)	9.5	미국 제외 글로벌 건설기계 8개사 평균 12MF/P/E를 30% 할인
목표 주가(원)	10,200	
현재 주가(원)	8,300	25.03.04 종가 기준
상승여력(%)	▲22.9	

주: 글로벌 Peer는 Komatsu, Hitachi C.M., Kubota, Sandvik, CNHI, Sany, XCMG, Zoomlion 기준

자료: HD현대인프라코어, 한화투자증권 리서치센터

[표8] HD 현대인프라코어 방산 엔진 주요 수주 내역

(단위: 억 원, 대)

구분	계약일	납품처	시작일	종료일	금액(억원)	대수	ASP(억원/추정)	비고
폴란드 1차	'22.12.12	현대로템	'22.12.09	'25.12.31	1,830	200	9.0±	'23년 50대 / '24년 100대 / '25년 50대
폴란드 2차(예상)	2H23+	현대로템	'26년+	-	-	820+	9.0±	
튀르키예 알타이	'23.02.01	BMC	'23.02.01	'28.02.28	1,102	100±	10.0±	'25년(하반기)~'27년 공급 예상
튀르키예 알타이		추가 구매 옵션			2,029	200±	10.0±	'28년~'30년 공급 예상

자료: HD현대인프라코어, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	4,756	4,660	4,114	4,419	4,702
매출총이익	1,008	1,124	932	977	1,100
영업이익	333	418	184	237	352
EBITDA	484	570	340	391	503
순이자손익	-66	-60	-49	-47	-45
외화관련손익	19	7	52	-6	2
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	279	342	161	214	331
당기순이익	230	231	108	165	253
지배주주순이익	230	231	108	165	254
증가율(%)					
매출액	-38.1	-2.0	-11.7	7.4	6.4
영업이익	-26.6	25.8	-56.0	28.9	48.3
EBITDA	-34.6	17.7	-40.3	14.9	28.6
순이익	857.6	0.5	-53.0	51.8	54.0
이익률(%)					
매출총이익률	21.2	24.1	22.7	22.1	23.4
영업이익률	7.0	9.0	4.5	5.4	7.5
EBITDA 이익률	10.2	12.2	8.3	8.8	10.7
세전이익률	5.9	7.3	3.9	4.9	7.0
순이익률	4.8	5.0	2.6	3.7	5.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업현금흐름	17	448	255	249	315
당기순이익	230	231	108	165	253
자산상각비	152	152	156	154	151
운전자본증감	-301	-104	-50	-69	-89
매출채권 감소(증가)	33	304	71	-45	-90
재고자산 감소(증가)	-266	-89	9	-82	-69
매입채무 증가(감소)	22	-273	32	58	71
투자현금흐름	-91	-122	-154	-140	-142
유형자산처분(취득)	-86	-111	-116	-103	-104
무형자산 감소(증가)	-28	-28	-30	-38	-38
투자자산 감소(증가)	25	15	-7	0	0
재무현금흐름	-213	-387	-160	-13	-19
차입금의 증가(감소)	-118	-276	-83	0	0
자본의 증가(감소)	2	-48	-77	-13	-19
배당금의 지급	0	-48	-22	-13	-19
총현금흐름	595	638	425	318	404
(-)운전자본증가(감소)	1,059	-56	-121	69	89
(-)설비투자	90	116	118	103	104
(+)자산매각	-24	-23	-28	-38	-38
Free Cash Flow	-577	556	400	109	173
(-)기타투자	-756	158	173	0	0
잉여현금	179	398	227	109	173
NOPLAT	274	282	124	182	270
(+) Dep	152	152	156	154	151
(-)운전자본투자	1,059	-56	-121	69	89
(-)Capex	90	116	118	103	104
OpFCF	-723	373	283	164	228

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	3,131	2,833	2,714	2,937	3,252
현금성자산	335	261	408	503	658
매출채권	1,381	1,059	774	819	910
재고자산	1,315	1,425	1,424	1,507	1,576
비유동자산	1,606	1,585	1,578	1,565	1,556
투자자산	282	237	251	251	251
유형자산	1,156	1,188	1,177	1,167	1,160
무형자산	168	160	150	147	144
자산총계	4,737	4,418	4,292	4,502	4,808
유동부채	2,074	1,803	1,768	1,827	1,898
매입채무	1,069	826	756	814	885
유동성이자부채	772	668	779	779	779
비유동부채	1,028	802	658	658	658
비유동이자부채	864	642	508	508	508
부채총계	3,102	2,605	2,426	2,485	2,556
자본금	198	200	200	200	200
자본잉여금	331	340	340	340	340
이익잉여금	2,431	2,605	2,635	2,787	3,021
자본조정	-1,324	-1,330	-1,307	-1,307	-1,307
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	1,635	1,813	1,866	2,017	2,252

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
주당지표					
EPS	1,162	1,156	563	877	1,385
BPS	8,271	9,094	9,696	10,750	12,307
DPS	240	110	70	100	150
CFPS	3,010	3,199	2,207	1,694	2,207
ROA(%)	4.8	5.0	2.5	3.7	5.4
ROE(%)	15.3	13.4	5.9	8.5	11.9
ROIC(%)	11.5	9.7	4.4	6.6	9.5
Multiples(x, %)					
PER	6.9	7.0	15.2	9.5	6.0
PBR	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
PSR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
PCR	2.7	2.5	3.9	4.9	3.8
EV/EBITDA	6.0	4.7	7.6	6.1	4.4
배당수익률	3.0	1.4	0.8	1.2	1.8
안정성(%)					
부채비율	189.7	143.7	130.0	123.2	113.5
Net debt/Equity	79.5	57.9	47.1	38.8	27.9
Net debt/EBITDA	268.5	184.2	258.2	200.3	125.0
유동비율	151.0	157.1	153.5	160.8	171.4
이자보상배율(배)	4.4	6.0	3.2	4.7	7.1
자산구조(%)					
투하자본	82.6	85.2	80.6	78.8	76.0
현금+투자자산	17.4	14.8	19.4	21.2	24.0
자본구조(%)					
차입금	50.0	41.9	40.8	38.9	36.4
자기자본	50.0	58.1	59.2	61.1	63.6

HD현대건설기계 (267270)

나에게는 인도법인이 있다



▶ Analyst 배성조 seongjo.bae@hanwha.com 3772-7611

Buy (유지)

목표주가(상향): 88,000원

현재 주가(3/4)	71,600원
상승여력	▲22.9%
시가총액	13,107억원
발행주식수	18,306천주
52 주 최고가 / 최저가	82,800 / 46,600원
90 일 일평균 거래대금	222.22억원
외국인 지분율	15.5%

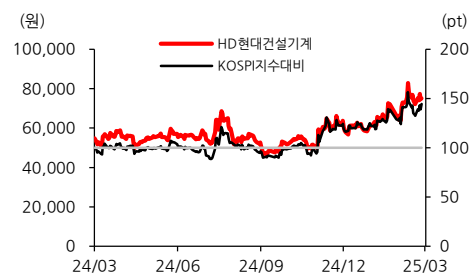
주주 구성	
HD 현대사이트솔루션 (외 5 인)	38.9%
국민연금공단	9.5%
자사주	3.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.8	18.5	41.5	30.7
상대수익률(KOSPI)	5.9	15.9	43.5	36.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	3,825	3,438	3,592	3,845
영업이익	257	190	202	231
EBITDA	324	259	279	318
지배주주순이익	139	100	150	178
EPS	7,077	5,657	8,978	10,866
순차입금	261	194	175	119
PER	7.3	10.2	8.0	6.6
PBR	0.6	0.6	0.7	0.6
EV/EBITDA	3.9	5.1	5.3	4.5
배당수익률	1.4	0.9	1.0	1.0
ROE	9.2	6.1	8.5	9.3

주가 추이



4Q24 Review: 영업이익 시장 기대치 하회

HD현대건설기계는 4분기 매출액 7,891억원(YoY -6.7%, 이하 YoY), 영업이익 353억원(+31.6%, OPM 4.5%)을 시현했다. 영업이익 기준 컨센서스를 -19.5% 하회했다. 영업이익의 시장 기대치 하회의 주 요인은 선진/신흥시장의 수요 회복 지연으로 인한 볼륨 감소다. 재고 소진 및 경쟁 심화로 인한 판촉비 증가로 YoY -175억원의 영업이익 감소 효과가 발생했다. 다만, 리테일 판매 촉진으로 인해 선진시장 딜러재고 절대치는 '24년 고점 대비 15~20% 이상 감소한 것으로 추정한다.

채널 경쟁력 및 제품 포트폴리오 강화에 집중

HCE는 '25년 가이드를 매출액 3조 7,473억원(+9.0%), 영업이익 1,946억원(+2.2%, OPM 5.2%)으로 제시했다. 경영계획 상 환율이 1,300원이라는 점을 감안하면 영업이익 기준 가이드스 달성이 가능하다고 판단한다. ①북미 메가딜러 구축 및 독/프 유효 커버리지 확대, ②멕시코/칠레 중심 판매 거점 활성화, ③북미/유럽 Customization Center 강화(재고/인도 개선), ④HDI와의 교차판매를 통한 80톤 이상 대형 라인업 확충, ⑤CTL/CWL/백호로더 등 신규 라인업 개발/판매 등 시장 아웃퍼폼 전략 강화에 따른 성과를 기대한다.

나에게는 인도법인이 있다

동사는 인도 굴착기 시장 점유율 2위(17%)로, 모디 3연임 이후 인프라 투자의 수혜를 지속적으로 받을 것으로 전망한다. 인도(매출 비중 약 15% 달성)는 생산성 향상(CKD 현지화율 70% 이상, 재료비 절감 등)을 통해 OPM이 하이상글까지 올라간 것으로 추정한다. 하반기 신규 MEX 현지모델 개발 및 역외수출 확대를 통한 성장 지속을 기대한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 88,000원으로 상향

HD현대건설기계에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 88,000원으로 상향한다. 목표주가는 12MF EPS에 글로벌 Peer(미국 제외)의 평균 12MF P/E를 30% 할인한 9.5배를 적용해 산출했다. 울산 공장은 1분기 말 완공될 예정으로 대형 장비 생산을 통한 볼륨 및 수익성 개선을 기대한다. 동사를 업종 내 차선후주로 제시하며, 종전 관련 업사이드 리스크를 경계하기에도 적합한 선택지라고 판단한다.

[표9] HD 현대건설기계 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	979	853	817	789	952	882	870	888	3,825	3,438	3,592	3,845
직수출	308	247	252	207	289	245	250	221	1,352	1,014	1,004	954
인도/브라질	192	177	162	181	188	183	168	197	609	712	736	783
중국	55	46	49	63	77	62	56	74	171	212	269	346
북미	232	226	203	199	225	236	241	243	983	860	945	1,094
유럽	105	100	97	90	103	97	102	95	469	392	396	414
국내	88	57	53	49	71	59	54	58	241	248	242	254
건설기계	771	631	634	594					3,072	2,631		
산업차량	129	137	101	111					436	479		
A/S 및 기타	79	84	82	84					317	329		
영업이익	54	59	43	35	50	59	51	43	257	190	202	231
영업이익률	5.5	6.9	5.3	4.5	5.3	6.7	5.8	4.8	6.7	5.5	5.6	6.0
순이익	46	31	11	-2	40	48	39	29	127	86	156	185
순이익률	4.7	3.6	1.4	-0.2	4.2	5.4	4.5	3.3	3.3	2.5	4.3	4.8
YoY 성장률												
매출액	-3.8	-17.4	-12.1	-6.7	-2.8	3.4	6.5	12.6	8.8	-10.1	4.5	7.0
직수출	-14.0	-32.2	-30.3	-23.1	-6.2	-1.0	-0.9	6.9	8.0	-25.1	-0.9	-5.0
인도/브라질	18.6	21.5	10.8	16.8	-1.8	3.4	3.6	8.8	5.4	17.0	3.4	6.4
중국	-1.4	4.8	45.1	63.3	40.6	35.7	13.3	18.7	-41.1	23.9	26.7	28.5
북미	-8.2	-15.0	-11.3	-15.3	-2.9	4.4	18.4	22.0	52.3	-12.5	9.8	15.8
유럽	-3.8	-28.0	-14.8	-15.9	-2.2	-3.1	5.1	5.1	5.1	-16.4	1.0	4.4
국내	7.7	-22.1	20.7	19.3	-20.0	3.5	1.5	17.6	-20.6	3.0	-2.5	5.0
영업이익	-33.0	-39.4	-20.2	31.6	-6.6	0.3	17.5	22.0	50.8	-26.0	6.3	14.1
순이익	-34.1	-54.7	-65.5	-95.6	-12.7	56.2	239.3	흑전	28.2	-32.5	81.4	18.5

자료: HD현대건설기계, 한화투자증권 리서치센터

[표10] HD 현대건설기계 Valuation Table

구분	내용	비고
예상 EPS(원)	9,297	12개월 Fwd 기준
Target P/E(배)	9.5	미국 제외 글로벌 건설기계 8개사 평균 12MFP/E를 30% 할인
목표 주가(원)	88,000	
현재 주가(원)	71,600	25.03.04 종가 기준
상승여력(%)	▲22.9	

주: 글로벌 Peer는 Komatsu, Hitachi C.M., Kubota, Sandvik, CNHI, Sany, XCMG, Zoomlion 기준

자료: HD현대건설기계, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	3,516	3,825	3,438	3,592	3,845
매출총이익	602	725	654	659	724
영업이익	171	257	190	202	231
EBITDA	235	324	259	279	318
순이자손익	-20	-35	-32	-22	-20
외화관련손익	19	26	-28	64	63
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	153	190	121	216	255
당기순이익	99	127	86	156	185
지배주주순이익	112	139	100	150	178
증가율(%)					
매출액	n/a	8.8	-10.1	4.5	7.0
영업이익	n/a	50.8	-26.0	6.3	14.1
EBITDA	n/a	37.9	-20.1	7.7	14.0
순이익	n/a	28.2	-32.5	81.4	18.5
이익률(%)					
매출총이익률	17.1	18.9	19.0	18.3	18.8
영업이익률	4.9	6.7	5.5	5.6	6.0
EBITDA 이익률	6.7	8.5	7.5	7.8	8.3
세전이익률	4.3	5.0	3.5	6.0	6.6
순이익률	2.8	3.3	2.5	4.3	4.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업현금흐름	255	318	307	189	238
당기순이익	99	127	86	156	185
자산상각비	65	67	69	77	87
운전자본증감	-10	39	114	-37	-27
매출채권 감소(증가)	135	74	-81	-28	64
재고자산 감소(증가)	-114	111	98	-55	-96
매입채무 증가(감소)	49	-100	100	45	5
투자현금흐름	70	-65	-191	-162	-170
유형자산처분(취득)	-59	-115	-173	-144	-151
무형자산 감소(증가)	-8	-13	-15	-18	-19
투자자산 감소(증가)	-16	65	-3	0	0
재무현금흐름	-375	-223	-35	-9	-13
차입금의 증가(감소)	-13	-13	-10	0	0
자본의 증가(감소)	-59	-33	-1	-9	-13
배당금의 지급	-23	-33	-13	-9	-13
총현금흐름	321	374	254	227	265
(-)운전자본증가(감소)	-5	73	-107	37	27
(-)설비투자	60	116	174	144	151
(+)자산매각	-7	-12	-14	-18	-19
Free Cash Flow	260	172	172	28	69
(-)기타투자	-139	-111	-8	0	0
잉여현금	398	283	180	28	69
NOPLAT	111	172	135	146	167
(+) Dep	65	67	69	77	87
(-)운전자본투자	-5	73	-107	37	27
(-)Capex	60	116	174	144	151
OpFCF	120	51	137	42	77

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	2,351	2,199	2,244	2,346	2,434
현금성자산	696	555	622	641	697
매출채권	432	500	560	587	523
재고자산	1,145	1,059	973	1,028	1,124
비유동자산	1,098	1,098	1,240	1,325	1,408
투자자산	226	188	210	210	210
유형자산	750	817	930	1,005	1,079
무형자산	122	93	101	110	119
자산총계	3,449	3,297	3,484	3,671	3,842
유동부채	1,374	1,014	1,189	1,235	1,240
매입채무	443	395	501	546	552
유동성이자부채	719	442	533	533	533
비유동부채	408	512	427	427	427
비유동이자부채	278	374	283	283	283
부채총계	1,781	1,526	1,616	1,661	1,667
자본금	99	99	94	94	94
자본잉여금	803	803	817	817	817
이익잉여금	503	605	662	803	968
자본조정	59	69	122	122	122
자기주식	-76	-76	-40	-40	-40
자본총계	1,667	1,771	1,869	2,010	2,175

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
주당지표					
EPS	5,661	7,077	5,657	8,978	10,866
BPS	74,277	80,021	92,620	105,920	117,799
DPS	1,750	700	500	750	750
CFPS	16,314	18,964	13,856	13,072	15,593
ROA(%)	3.2	4.1	2.9	4.2	4.7
ROE(%)	8.0	9.2	6.1	8.5	9.3
ROIC(%)	5.6	8.6	6.6	6.9	7.5
Multiples(x, %)					
PER	11.0	7.3	10.2	8.0	6.6
PBR	0.8	0.6	0.6	0.7	0.6
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	3.8	2.7	4.2	5.5	4.6
EV/EBITDA	6.5	3.9	5.1	5.3	4.5
배당수익률	2.8	1.4	0.9	1.0	1.0
안정성(%)					
부채비율	106.8	86.2	86.5	82.7	76.6
Net debt/Equity	18.0	14.7	10.4	8.7	5.5
Net debt/EBITDA	127.9	80.5	74.9	62.8	37.5
유동비율	171.1	216.8	188.7	190.0	196.3
이자보상배율(배)	5.5	5.6	4.5	6.9	8.3
자산구조(%)					
투하자본	68.1	73.2	71.3	72.0	71.7
현금+투자자산	31.9	26.8	28.7	28.0	28.3
자본구조(%)					
차입금	37.4	31.5	30.4	28.9	27.3
자기자본	62.6	68.5	69.6	71.1	72.7

[Compliance Notice]

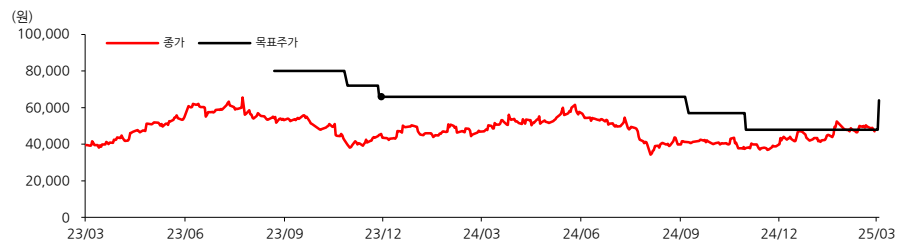
(공표일: 2025년 3월 4일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (배성조)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[두산밥캣 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

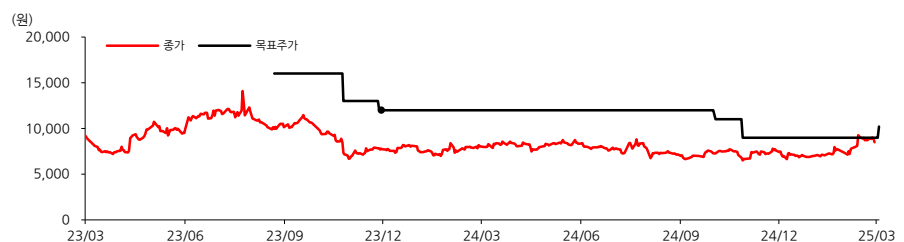
일 자	2023.08.23	2023.08.23	2023.10.12	2023.10.30	2023.11.28	2024.01.09
투자의견	담당자 변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	배성조	80,000	80,000	72,000	66,000	66,000
일 자	2024.02.08	2024.04.11	2024.04.30	2024.06.24	2024.09.09	2024.11.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	66,000	66,000	66,000	66,000	57,000	48,000
일 자	2024.11.28	2025.03.04				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	48,000	64,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.08.23	Buy	80,000	-36.03	-30.38
2023.10.30	Buy	72,000	-43.12	-38.26
2023.11.28	Buy	66,000	-26.35	-6.82
2024.09.09	Buy	57,000	-28.70	-23.60
2024.11.01	Buy	48,000	-8.89	9.38
2025.03.04	Buy	64,000		

[HD현대인프라코어 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

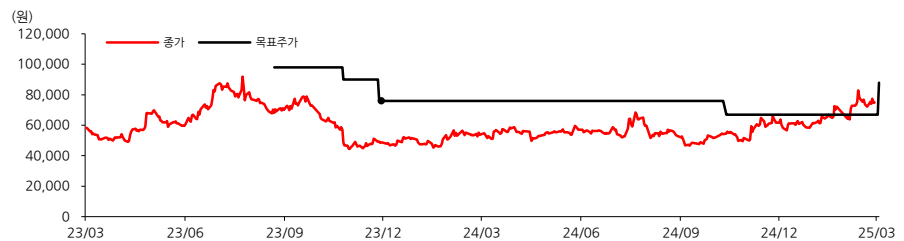
일 자	2023.08.23	2023.08.23	2023.10.12	2023.10.26	2023.11.28	2024.01.09
투자의견	담당자 변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	배성조	16,000	16,000	13,000	12,000	12,000
일 자	2024.02.05	2024.04.11	2024.04.22	2024.05.23	2024.07.08	2024.07.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	12,000
일 자	2024.10.04	2024.10.29	2025.01.06	2025.02.05	2025.03.04	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	11,000	9,000	9,000	9,000	10,200	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.08.23	Buy	16,000	-37.15	-28.38
2023.10.26	Buy	13,000	-43.31	-39.08
2023.11.28	Buy	12,000	-35.00	-26.42
2024.10.04	Buy	11,000	-32.25	-29.82
2024.10.29	Buy	9,000	-16.91	3.00
2025.03.04	Buy	10,200		

[HD현대건설기계 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 자	2023.08.23	2023.08.23	2023.10.12	2023.10.26	2023.11.28	2024.01.09
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	배성조	98,000	98,000	90,000	76,000	76,000
일 자	2024.02.07	2024.04.11	2024.04.25	2024.05.23	2024.06.04	2024.07.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	76,000	76,000	76,000	76,000	76,000	76,000
일 자	2024.07.25	2024.10.14	2024.10.24	2025.03.04		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	76,000	67,000	67,000	88,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.08.23	Buy	98,000	-29.29	-19.39
2023.10.26	Buy	90,000	-47.64	-43.11
2023.11.28	Buy	76,000	-29.42	-9.87
2024.10.14	Buy	67,000	-6.20	23.58
2025.03.04	Buy	88,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%