

비중확대 (유지)

이동현 연구위원

✉ ldh@shinhan.com

이지한 연구원

✉ leews307@shinhan.com

신한생각 대외 불확실성 속에 실적 둔화, 다져지는 체력

1Q25 건설장비 3사의 실적은 매출액 감소에서 기대 수준의 이익 달성. 경기 우려와 미국 관세 정책 불확실성으로 판매 둔화, 이익은 원화약세 환효과와 기업별 비용절감 노력 반영. 연초 재건 기대 상승분 반납. 미국 관세 충격은 경쟁업체들과 비슷한 상황. 현건기와 인프라는 지역과 제품 다변화, 밥캣은 미국시장 조정기에도 기본 수요로 이익 안정화. 긴호흡의 투자 필요

1Q25 Review: 낮아진 기대치 부합, 아직은 안갯속

[두산밥캣] 매출액 14.4억불(-20%, 이하 전년동기대비), 영업이익 1.4억불(-44%), 영업이익률 9.5%(-4.1%p)를 기록. 원화 기준으로 매출액 2조 982억원(-12%), 영업이익 2,000억원(-39%)이며 컨센서스 대비 매출액 -3%, 영업이익 부합(컨센서스 2,012억원). 컴팩은 미국 정책 불확실성에 따른 매출 감소 영향, 원화약세 환효과, 산업차량도 경기침체 우려 반영, 전지역의 둔화세. 다만 이익 체력을 보여줌, 2Q25 업황도 여전히 불확실

[HD현대인프라코어] 매출액 1조 185억원(-12%), 영업이익 678억원(-27%), 영업이익률 6.7%(-1.4%p)를 기록. 컨센서스 대비 매출액 -12%, 영업이익 부합(컨센서스 688억원). 북미/유럽 시장 매출 28% 감소, 이익은 환효과와 고정비 절감 노력, 엔진부문(영업이익 442억원, -6%) 안정세로 선방. 2Q25도 미국 관세, 경기 변수

[HD현대건설기계] 매출액 9,068억원(-7%), 영업이익 417억원(-22%), 영업이익률 4.6%(-0.9%p) 기록. 컨센서스 대비 매출액 -12%, 영업이익 상회(컨센서스 379억원). 환율과 비용 축소 긍정적이거나 물량감소, 믹스 차이로 수익성 저하. 매출 북미 -20%, 인도 +11%, 브라질 +8%, 거점 성장. 중국 강소법인 폐쇄는 법인세만 반영, 영업이익은 2Q부터 반영 예정

[미국 관세] 현재 시점에서 명확한 예측이 어려움. 북미 인플레이션 압력 심화 및 성장 둔화 리스크로 판매 지연. 업체별로 인프라, 현건기 북미 판매는 수입 비중이 절대적, 밥캣도 엔진 등 일부 부품 수입. 다만 대부분의 업체가 비슷한 경쟁환경, 밥캣은 무관세 멕시코 공장 투자. 2Q25 확인 필요

Valuation & Risk: 목표주가 유지, 주가 변동에 따른 의견 조정

두산밥캣의 목표주가 5.3만원과 매수 투자 의견을 유지, 주당순이익 적용 기간 조정('25년에서 '25, 26년 평균). HD현대인프라코어의 목표주가 8,800원 유지, 투자 의견 Trading BUY로 하향(기존 매수, 주가 상승에 따른 상승여력 감소 영향). HD현대건설기계 목표주가 7.7만원 유지, 투자 의견 매수 상향(기존 Trading BUY, 주가 하락에 따른 상승여력 확대). 경기 및 미국 관세 불확실성 속에서도 안정화된 실적

커버리지 건설장비 3사 실적 추이 및 전망														
(십억원, %)		1Q25P	컨센서스	4Q24	QoQ	1Q24	YoY	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
두산밥캣 (241560)	매출액	2,098	2,162	2,142	(2.1)	2,395	(12.4)	2,098	2,186	2,227	2,141	8,551	8,652	9,180
	영업이익	200	201	180	11.0	326	(38.6)	200	206	209	216	871	831	914
	세전이익	170	175	162	4.6	307	(44.7)	170	180	187	194	798	731	865
	순이익	113	126	124	(8.9)	217	(47.7)	113	135	134	150	563	532	660
	영업이익률	9.5	9.3	8.4	-	13.6	-	9.5	9.4	9.4	10.1	10.2	9.6	10.0
HD현대인프라 코어(042670)	매출액	1,019	1,159	939	8.5	1,157	(12.0)	1,019	1,180	983	1,141	4,114	4,322	4,689
	영업이익	68	69	(11)	흑전	93	(26.9)	68	75	32	43	184	218	312
	세전이익	56	59	18	221.2	91	(38.1)	56	64	22	37	161	179	280
	순이익	40	41	3	1,164.9	68	(41.3)	40	47	16	28	108	131	213
	영업이익률	6.7	5.9	(1.2)	-	8.0	-	6.7	6.3	3.2	3.8	4.5	5.0	6.6
HD현대건설기계 (267270)	매출액	907	945	789	14.9	979	(7.4)	907	916	948	945	3,438	3,716	4,175
	영업이익	42	38	35	18.1	54	(22.2)	42	32	40	51	191	164	255
	세전이익	39	30	7	450.5	54	(28.3)	39	28	35	42	121	143	219
	순이익	29	23	13	117.1	46	(37.7)	29	21	26	31	100	106	160
	영업이익률	4.6	4.0	4.5	-	5.5	-	4.6	3.4	4.3	5.4	5.5	4.4	6.1
건설 3사 합산	매출액	4,024	4,266	3,870	4.0	4,531	(11.2)	4,024	4,283	4,158	4,227	16,103	16,691	18,044
	영업이익	310	308	205	51.3	472	(34.5)	310	312	282	310	1,246	1,214	1,480
	세전이익	265	264	187	41.8	452	(41.4)	265	272	244	273	1,081	1,053	1,364
	순이익	182	190	141	29.1	330	(45.0)	182	203	176	209	772	769	1,034
	영업이익률	7.7	7.2	5.3	-	10.4	-	7.7	7.3	6.8	7.3	7.7	7.3	8.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

두산밥캣 PER Valuation - 목표주가 53,000원 유지

	Valuation	비고
목표주가 (원)	53,000	유지
Target PER (배)	8.73	- CNH, 다케우치, 구보다의 '24년 평균 PER 9.7배를 10% 할인 적용(기준과 동일) : 업황 부진, 기업가치 재고 계획 감안
현재주가 (원)	46,050	시가총액 44,142억원, 목표 시가총액 50,915억원
상승여력 (%)	15.1	투자의견 매수 유지
EPS (원)	6,201	- '25, 26년 추정 EPS 적용, 기준 '25년 5,978원, 변동폭 미미

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

HD현대인프라코어 PER Valuation - 목표주가 8,800원 유지

	Valuation	비고
목표주가 (원)	8,800	유지
Target PER (배)	7.81	- 캐터필러, 볼보, 테렉스, XCMG, 히다치건기의 '24년 평균 PER 9.7배를 20% 할인 적용(기준 10% 할인) : 높은 신중국 노출도, 느린 턴어라운드, 바닥 통과 국면 반영
현재주가 (원)	8,130	시가총액 15,663억원, 목표 시가총액 16,954억원
상승여력 (%)	8.2	투자의견 Trading BUY 하향, 기준 매수
EPS (원)	1,106	- '26년 EPS 적용, 기준 '25, 26년 평균 1,025원, -9.5%

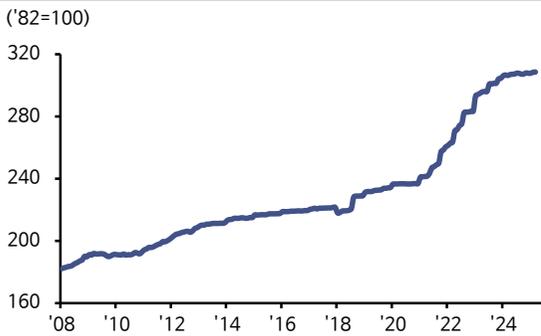
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

HD현대건설기계 PER Valuation - 목표주가 77,000원 유지

	Valuation	비고
목표주가 (원)	77,000	유지
Target PER (배)	10.74	- 캐터필러, 볼보, 테렉스, XCMG, 히다치건설기의 평균 PER 9.7배를 10% 할증 적용(기준과 동일) : 더딘 업황 회복에도 점유율 확대 전략의 기대를 반영
현재주가 (원)	67,000	시가총액 11,868억원, 목표 시가총액 13,639억원
상승여력 (%)	14.9	투자이건 매수 상향, 기존 Trading BUY
EPS (원)	7,520	- '25. '26년 추정 EPS, 기존 '25년 EPS 7,244원, 변동폭 미미

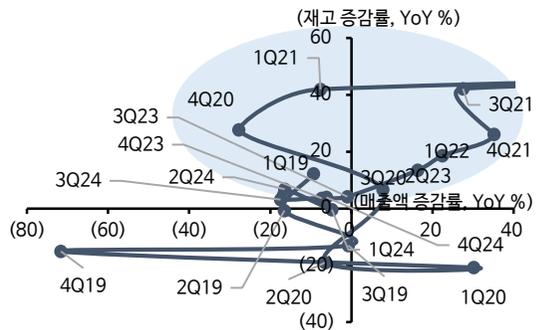
자료: 신한투자증권 추정

미국 건설장비 PPI 추이



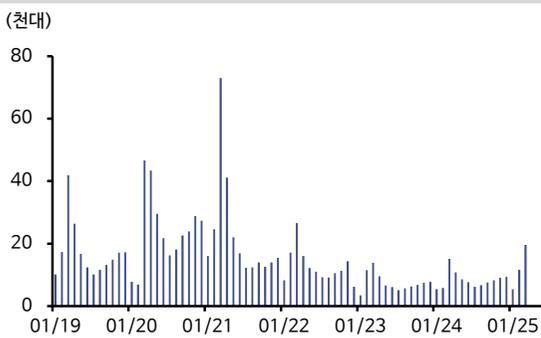
자료: 미국 노동부, 신한투자증권

재고-매출액 증감률 추이



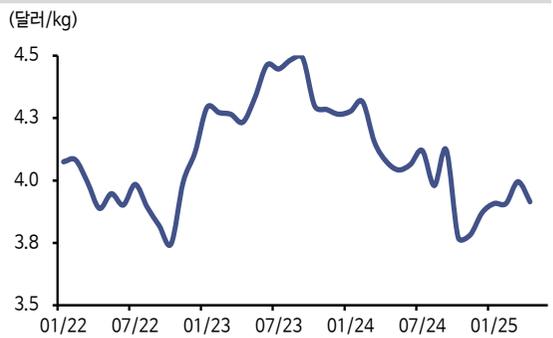
자료: QuantiWise, 신한투자증권

중국 굴삭기 시장 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

굴삭기 수출 금액 추이



자료: TRASS, 신한투자증권

커버리지 3사 실적, Valuation 추이 및 전망

(원, %)		매수	년도	매출액	영업이익	순이익	EPS	BPS	ROE	PER	EV/EBITDA	PBR
				(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)
두산밥캣 (241560)	투자 의견 목표주가 상승여력	53,000 15.1	23	9,758.9	1,389.9	921.5	9,192	59,400	16.8	5.5	3.1	0.8
			24	8,551.2	871.4	563.4	5,620	68,774	8.8	7.5	3.8	0.6
			25F	8,652.3	831.5	532.3	5,513	75,881	7.5	8.4	2.0	0.6
			26F	9,180.4	914.0	660.3	6,888	81,172	8.8	6.7	1.9	0.6
HD현대인프라코어 (042670)	투자 의견 목표주가 상승여력	8,800 8.2	23	4,659.6	418.3	230.7	1,158	9,094	13.4	7.0	4.1	0.9
			24	4,114.2	184.2	108.4	550	9,599	5.9	12.5	6.2	0.7
			25F	4,322.2	217.6	131.0	680	10,198	6.9	12.0	6.1	0.8
			26F	4,688.6	311.6	213.0	1,106	11,166	10.4	7.3	4.8	0.7
HD현대건설기계 (267270)	투자 의견 목표주가 상승여력	77,000 14.9	23	3,825.0	257.2	139.4	7,077	80,021	9.2	7.3	4.5	0.6
			24	3,438.1	190.4	100.0	5,277	90,564	6.2	11.0	6.0	0.6
			25F	3,716.2	164.4	106.1	5,954	99,270	6.2	11.3	7.7	0.7
			26F	4,175.0	254.9	160.5	9,087	107,415	8.8	7.4	5.4	0.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

건설기계 Global Peer Valuation 요약 비교

국가	회사 이름	시가총액			PER(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)		EPS성장률(%)	
		(조원)	1M	YTD	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
한국	두산밥캣	4.4	2.0	14.4	8.2	7.3	0.7	0.6	5.5	6.1	8.2	9.0	(2.2)	15.6
	HD현대인프라코어	1.6	(5.8)	17.2	9.8	6.9	0.8	0.7	5.6	4.6	7.8	10.1	42.3	38.7
	HD현대건설기계	1.2	(14.9)	9.4	8.9	7.1	0.6	0.6	5.9	5.1	7.7	9.1	29.5	26.9
	평균				8.9	7.1	0.7	0.6	5.7	5.3	7.9	9.4	23.2	27.1
미국, 유럽	Deere&Co.	187.1	1.1	11.1	24.4	21.1	6.5	6.1	18.5	16.2	28.3	32.0	(27.3)	12.8
	Caterpillar	234.1	0.8	(7.7)	16.7	14.9	8.3	7.6	11.6	10.8	53.9	54.2	(12.1)	8.3
	Volvo	88.5	(13.4)	8.7	12.0	11.0	2.9	2.7	6.2	5.8	24.5	25.6	(2.2)	9.0
	CNHI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13.3	16.6	(30.8)	42.3
	Terex	3.9	4.5	(13.4)	8.3	7.0	1.3	1.1	7.1	6.5	16.1	16.6	(2.9)	18.1
아시아	코마츠	39.4	(7.3)	(4.2)	9.3	8.7	1.1	1.0	6.3	6.2	12.5	12.4	5.5	6.4
	Sany	32.5	1.6	16.0	20.1	15.9	2.1	1.9	13.3	11.1	10.5	12.2	-	26.8
	쿠보타	19.5	(7.1)	(7.6)	9.2	8.3	0.7	0.7	10.0	9.2	8.3	8.7	(7.6)	10.5
	XCMG	20.5	(2.2)	9.0	12.5	9.8	1.6	1.4	10.2	8.4	12.5	14.4	-	28.4
	히타치건설기계	8.0	(4.1)	6.7	8.9	8.1	0.9	0.9	5.9	5.6	10.7	10.9	(3.2)	9.9
다케우치	2.3	(6.6)	(4.3)	8.9	8.4	1.2	1.1	4.9	4.4	14.3	14.6	(3.8)	6.9	
전체평균				13.0	11.3	2.7	2.5	9.4	8.4	18.6	19.8	-	16.3	
				12.1	10.3	2.2	2.0	8.5	7.7	16.3	17.6	-	18.6	

자료: Bloomberg, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

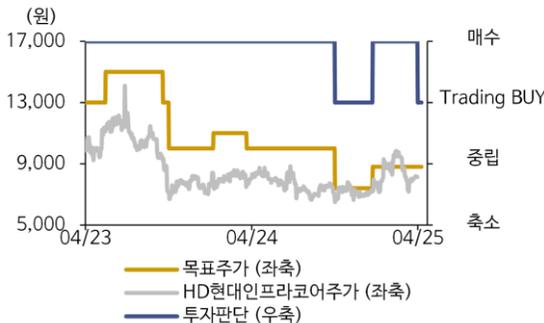
두산밥캣 (241560)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2023년 04월 27일	매수	73,000	(21.8)	(10.1)
2023년 07월 27일	매수	80,000	(33.1)	(26.9)
2023년 10월 17일	매수	71,000	(36.4)	(28.2)
2023년 10월 30일	매수	62,000	(29.3)	(18.7)
2024년 01월 08일	매수	60,000	(17.7)	(6.5)
2024년 04월 30일	매수	64,000	(16.6)	(3.9)
2024년 07월 25일	Trading BUY	50,000	(19.1)	(12.5)
2024년 10월 10일	매수	46,000	(12.4)	(5.3)
2024년 10월 29일	Trading BUY	41,000	0.9	15.1
2025년 01월 20일	매수	53,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

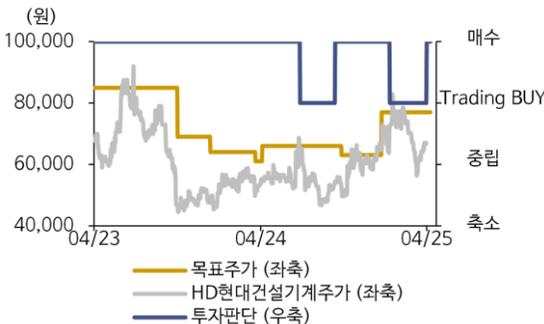
HD현대인프라코어 (042670)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2023년 04월 25일	매수	13,000	(22.5)	(12.7)
2023년 06월 13일	매수	15,000	(26.7)	(6.1)
2023년 10월 17일	매수	13,000	(35.5)	(28.5)
2023년 10월 30일	매수	10,000	(24.3)	(16.0)
2024년 02월 05일	매수	11,000	(26.5)	(22.1)
2024년 04월 18일	매수	10,000	(22.7)	(11.7)
2024년 10월 18일	6개월경과		(26.4)	(23.2)
2024년 10월 29일	Trading BUY	7,400	(3.4)	5.3
2025년 01월 20일	매수	8,800	(3.8)	11.7
2025년 04월 29일	Trading BUY	8,800	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

HD현대건설기계 (267270)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2023년 04월 27일	매수	85,000	(16.2)	8.2
2023년 10월 27일	6개월경과		(45.0)	(45.0)
2023년 10월 30일	매수	69,000	(30.2)	(24.3)
2024년 01월 10일	매수	64,000	(16.8)	(8.1)
2024년 04월 18일	매수	61,000	(12.8)	(9.3)
2024년 05월 03일	매수	66,000	(14.0)	3.8
2024년 07월 25일	Trading BUY	66,000	(19.3)	(1.5)
2024년 10월 10일	매수	66,000	(17.2)	(15.3)
2024년 10월 24일	매수	63,000	(4.9)	6.2
2025년 01월 20일	매수	77,000	(11.6)	(5.6)
2025년 02월 07일	Trading BUY	77,000	(9.4)	7.5
2025년 04월 29일	매수	77,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이동현, 이지한)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 HD현대인프라코어를 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 조사분석 담당자 이동현은 상기 회사 HD현대건설기계, HD현대인프라코어의 기업설명회에 해당회사 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유기증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높은 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 4월 26일 기준)

매수 (매수)	92.49%	Trading BUY (중립)	5.53%	중립 (중립)	1.98%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------