한국IR협의회
기업리서치센터
Stock Research Center

KOSDAQ
자본재

기업분석 2022.09.20

진성티이씨 (036890)

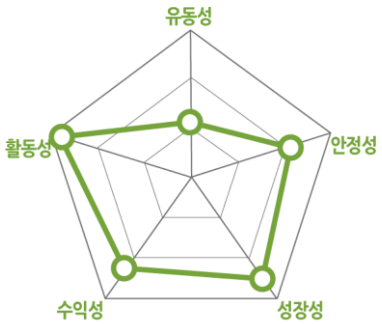
캐터필라와 동반성장하는 건설기계 부품 1위업체

체크 포인트

- 동사는 건설중장비 하부주행체(무한궤도) 부품 분야 글로벌 1위업체임. 주요 제품은 Roller, Idler, Sprocket 등이며, 2017년 신규사업으로 연료전지를 생산, 두산퓨얼셀에 전량 공급. 매출비중은 건설중장비 96.5%, 연료전지 3.5%임
- 캐터필라(美)는 매출비중 60.8%를 차지하는 최대 고객사로 글로벌 1위 건설중장비업체이며, 2009년 이후 동사와 장기공급계약 체결 이후 14년간 우호적인 협력 관계 지속, 캐터필라와의 장기계약 이후 동사의 14개년 연평균 매출성장률(CAGR)은 13.4%로 고성장세 지속
- 투자포인트: 1)과거 1세기동안 글로벌 1위인 캐터필라와의 동반 성장 지속, 2)글로벌 G2의 인프라투자 모멘텀, 3)세계 최대 농기계업체인 John Deere로 신규 공급 착수, 4)글로벌 에너지 대전환으로 건설기계산업은 장기적인 수혜 기대
- 2022년 연결 매출액은 5,373억원, 영업이익 473억원으로 전년대비 각각 22.6%와 87.2% 증가 예상
- 2022년 추정실적대비 現주가는 PER 6.7배, PBR 1.1배로 과거 5개년 평균 PER 13.4배대비 50% 수준 저평가 국면

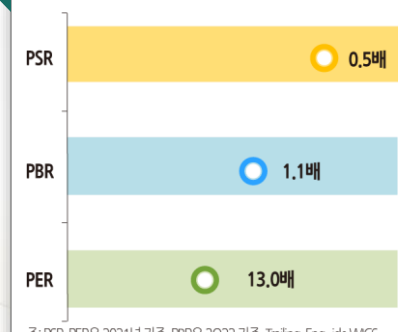
주가 및 주요 이벤트

재 무 지 표



주: 2021년 기준, Fnguide WICS 분류 상 산업재산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2021년 기준, PBR은 2Q22 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류 상 산업재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

진성티이씨 (036890)

Analyst 이원재 wonleewj@kirs.or.kr
RA 이나연 lny1008@kirs.or.kr

KOSDAQ
자본재

건설기계 하부주행체 부품 세계 1위업체로 캐터필라社에 주력 공급

동사는 건설중장비 하부주행체(무한궤도) 부품 세계 1위업체로 주요 제품은 Roller, Idler, Sprocket 등이며, 2017년 신규로 연료전지사업 진출, 두산퓨얼셀에 전량 공급.

매출비중은 건설중장비 96.5%, 연료전지 3.5%임, 주요 4大 고객社로는 캐터필라(美), 히타치(日), 현대두산인프라코어, 두산밥캣 등이며, 고객사별 매출비중은 캐터필라 60.8%, 히타치 13.7%, 현대두산인프라코어 13.4%로 3社 합산 88% 차지

투자포인트 4가지에 주목

투자포인트는 1)과거 1세기동안 글로벌 1위인 캐터필라와의 동반 성장 지속, 2)글로벌 G2의 인프라투자 모멘텀, 3)세계 최대 농기계업체인 John Deere로 신규 공급 착수, 4)글로벌 에너지 대전환으로 건설기계산업은 장기적인 수혜 기대

2022년에도 역대 최대 매출 경신 지속

캐터필라와 히타치 등 주력 고객사向 매출이 증가하고 있는 가운데 상반기 매출증가율 YoY 19.7%, 영업이익증가율 YoY 78.2% 기록, 2022년 연간 매출액은 5,373억원, 영업이익 473억원으로 전년대비 각각 22.6%와 87.2% 증가하며 역대 최대치 실적 전망

주가는 과거평균 및 글로벌 동종업체대비 현저한 저평가 국면

現주가는 2022E PER 6.7배, PBR 1.1배로 과거 5개년 평균 PER 13.4배 대비 50% 저평가. 低PER 건설업종 및 주식시장 침체로 저평가되어 있으나, 캐터필라와의 14년 장기계약기간 연평균매출성장률이 13.4%로 고성장세 감안時 향후 주가는 Re-rating 기대

Forecast earnings & Valuation

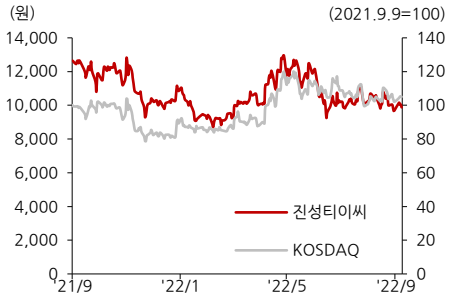
	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액(억원)	3,556	3,112	4,383	5,373	5,876
YoY(%)	0.2	-12.5	40.8	22.6	9.4
영업이익(억원)	299	230	253	473	510
OP 마진(%)	8.4	7.4	5.8	8.8	8.7
지배주주순이익(억원)	220	152	171	334	344
EPS(원)	979	674	760	1,486	1,531
YoY(%)	1.5	-31.1	12.7	95.5	3.1
PER(배)	7.1	18.4	13.6	6.7	6.5
PSR(배)	0.4	0.9	0.5	0.4	0.4
EV/EBIDA(배)	5.1	9.1	8.3	4.7	4.3
PBR(배)	1.1	1.9	1.4	1.1	1.0
ROE(%)	16.9	10.5	10.7	18.2	16.2
배당수익률(%)	2.9	1.6	1.9	2.0	2.0

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (9/16)		9,880원
52주 최고가		12,950원
52주 최저가		8,700원
KOSDAQ (9/16)		770.04p
자본금		112억원
시가총액		2,221억원
액면가		500원
발행주식수		22백만주
일평균 거래량 (60일)		21만주
일평균 거래액 (60일)		22억원
외국인지분율		4.68%
주요주주	윤우석 외 2인	36.09%
	국민연금공단	5.07%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.5	-3.1	-21.0
상대주가	2.5	12.2	6.7

▶ **참고 1)** 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성지표는 '총자산회전율,' 유동성지표는 '유동비율'임.
2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

건설중장비 하부주행체 무한궤도 부품분야 글로벌 1위, 캐터필라, 히타치, 현대두산인프라코어 등 3社로 88% 납품

동사는 1975년 건설중장비 부품 제조를 목적으로 설립, 1982년 법인전환하였으며, 2000년 코스닥에 상장되었다. 주요 사업으로 건설중장비의 하부주행체(Under-carriage) 부품 中 무한궤도(Crawler)의 주요 부품(Idler, Roller, Sprocket 등)을 공급하고 있으며, 동종업계 세계 1위이다. 동사는 신규사업으로 2017년부터 연료전지의 부품사업에 진출, 두산퓨어셀에 독점공급 중이다. 사업별 매출비중은 건설중장비 부품 97%, 연료전지 부품 3%이다.

동사는 경기도 평택에 본사 및 생산공장이 있으며, 해외 생산기지로는 중국 연대 및 상주, 미국 조지아에 이어 2022년 2월 태국에 현지법인을 설립하였으며, 미국 텍사스주와 일본 도쿄에 판매법인 2개社를 포함해 총 8개의 종속기업을 두고 있다. 주요 4大 고객社로는 캐터필라(美), 히타치(日), 현대두산인프라코어, 두산밥캣 등이 있으며, 올해부터는 신규 고객사로 미국 최대 농기계업체인 John Deere社로도 판로가 확장되고 있다. 2021년 기준 고객사별 건설중장비 매출비중은 캐터필라 60.8%, 히타치 13.7%, 현대두산인프라코어 13.4%로 주요 3社 합산 매출비중이 88%로 절대적 비중을 차지하고 있다.

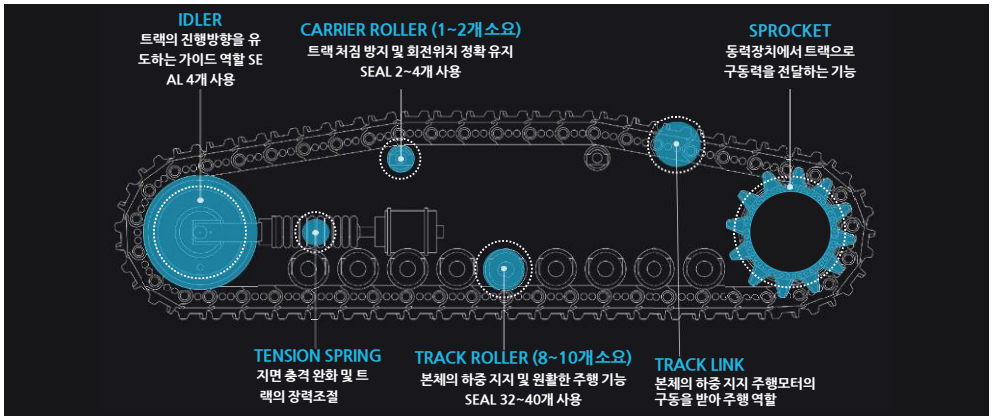
하부주행체 주요 생산제품은 Roller, Idler, Sprocket 등으로 최초 납품 이후 6개월~2년마다 교체 수요도 발생

동사가 공급하는 건설중장비 부품은 주로 굴삭기의 하부주행체 부품이다. 주요 생산품목은 Roller, Idler, Sprocket으로 이들 부품은 약 6개월~2년 주기로 교체가 필요해 최초 납품에 더해 After Market 수요가 존재한다. 하부주행체 주요 부품인 Roller는 궤도 하단의 Track Roller와 궤도 상단의 Carrier Roller가 있다. Track Roller는 본체의 하중을 지지하고 원활한 주행을 돕는 부품으로 1대의 굴삭기당 8~10개 소요되며, 궤도의 상단에 트랙의 처짐을 방지하고 회전위치를 정확히 유지토록 하는 Carrier Roller는 굴삭기당 1~2개 소요된다. 동사는 본사 평택공장에 이어 중국 연대/상주공장, 미국 조지아공장에 연간 240만개 생산이 가능한 Roller 생산설비를 구축하였으며, 전세계 500여종의 Roller 모델 中 450여종을 생산 가능하다.

아이들러(Idler)는 궤도의 앞면에서 트랙의 진행방향을 유도하는 가이드 역할을 하며 굴삭기당 1개가 소요되며, 후단에는 동력장치에서 트랙으로 구동력을 전달하는 톱니바퀴 모양의 Sprocket이 1개 소요된다.

동사는 2004년부터 미국 캐터필라와 장기공급계약을 맺고 Front Idler 대량생산을 개시했으며, 본사 평택공장(연산 30만개), 조지아공장(10만개), 중국 연대공장(10만개) 및 상주공장(5만개) 등 年産 55만개 생산설비를 구축, 3톤 소형에서 120톤 대형기종까지 300여종의 제품 라인업을 구축하고 있다.

건설중장비 하부주행체 주요 제품 설명



자료: 진성티이씨, 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 생산거점으로 국내 및 중국, 미국에 이어 2023년 태국공장 완공으로 年産능력은 4,500억원에서 6,500억원으로 확대 계획

동사의 글로벌 생산기지는 현재 국내(평택본사)와 더불어 중국(연대/상주), 미국(조지아/텍사스) 등 3개국에 구축되어 있다. 국내공장의 연간 매출액 기준 생산능력은 2,000억원으로 국내외 생산기지 中 규모가 가장 크다. 평택1공장(본사)은 동사의 최대규모 공장으로 Roller를 주력으로 연간 1백만개 생산하고 있으며, 평택2공장에서는 Idler를 주력으로 연간 30만개 생산하고 있다. 평택3공장에서는 터널 굴삭도구인 디스크커터(Disc Cutter)와 두산퓨얼셀에 공급하는 연료전지 부품(압력판, 매니폴드)을 주력으로 생산하고 있다.

연결대상 종속회사인 중국법인(연대, 상주)의 경우에도 국내공장과 동일한 제품을 생산하며, 중국 內 캐터필라 서주공장, 캐터필라 우장공장, HDIC(현대두산인프라코어) 중국법인, 히타치 중국공장(합비市), 스미토모 등에 제품을 공급하고 있다. 중국법인들의 연간 생산능력은 1,500억원 규모이다.

미국법인(조지아, 텍사스)의 경우에는 미국內 캐터필라 샌포드, 에센스, 텍사스공장 등에 제품을 공급하고 있으며, Bobcat과 John Deere 등 신규 고객사로도 제품을 공급하고 있다. 미국법인의 연간 생산능력 규모는 1,000억원 규모이나, 미국의 2021년 11월 인프라법안 통과에 이어 올해 8월 인플레 감축법안(IRA) 통과로 건설 뿐만 아니라 자원 및 신재생에너지부문에서 투자 수요가 장기간 안정적으로 증가할 것으로 기대되는데다 주력 공급업체인 캐터필라 이외에도 Bobcat이나 John Deere社로도 물량이 증가할 것으로 보여 향후 미국 법인의 외형 증가가 기대되고 있다.

동사는 중국이외의 아시아권 글로벌 생산기지 구축 및 원가절감 목적으로 2022년 2월 태국법인을 설립하였다. 태국법인에 대한 초기 출자금은 102억원으로 동사의 지분율은 99.99%이다. 태국공장은 올해 2분기에 공사에 착수하였으며, 2023년 하반기 완공을 계획하고 있다. 태국공장이 완공되면 연간 생산능력은 약 2,000억원 규모로 국내 평택공장 수준으로 매출 증대가 가능해 국내 및 중국, 미국 등 해외법인 합산 생산능력은 연간 4,500억원에서 향후 6,500억원까지 확대될 것으로 예상된다.

글로벌 생산거점

자료: 진성티이씨, 한국IR협의회 기업리서치센터

2017년 연료전지 부품사업 진출, 두산퓨얼셀에 압력판 및 매니폴드 독점 공급

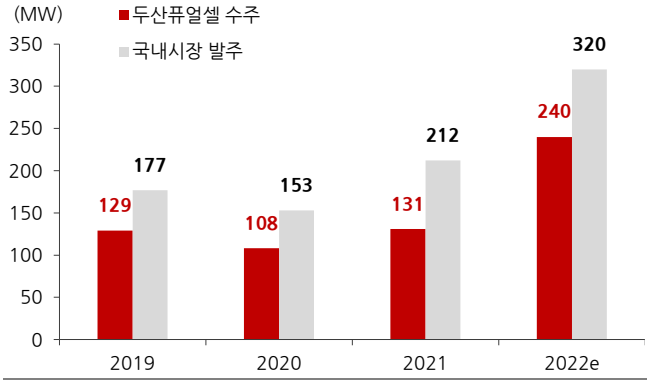
동사는 2017년부터 신규사업으로 수소 연료전지 부품사업을 영위하고 있다. 동사는 두산퓨얼셀에 연료전지 부품인 압력판(Pressure Plate)과 매니폴드(Manifold)를 국산화해 독점 공급 중이다. 압력판은 연료전지의 핵심부품인 스택(Stack)의 상하면을 보호하고 압력을 가해 200도 수준으로 히팅기능을 유지하게 하며, 매니폴드(Manifold)는 주로 자동차엔진에서 공기나 가스가 흐르는 부품을 일컫는데 연료전지의 매니폴드는 연료전지 셀을 측면에서 보호하고, 수소와 산소의 이동통로 역할을 하며, 여러 개로 적층되어 있는 스택에 균일하게 가스를 분배하는 부품으로 설계단계부터 협력업체와 개발해야 하는 등 연료전지에 있어 중요한 부품이다. 압력판과 매니폴드는 고온고압을 견뎌야 하는 소모품으로 통상 2~3년 주기로 교체주기가 도래한다. 동사의 연료전지 부품 매출규모는 연간 150~160억원으로 전체 매출액의 3%로 미미하지만, 향후 두산퓨얼셀의 설비증설 규모에 따라 동반 성장이 가능할 전망이다. 두산퓨얼셀의 연간 수주량은 2021년 131MW에서 2022년 240MW를 목표로 하고 있으며, 2022년 10월까지 PAFC(인산형 연료전지)를 275MW까지 증설하고, 2023년말까지 연간 50MW 규모의 SOFC(고체형연료전지) 산공장을 완공하여 외형을 확대할 전망이다.

두산퓨얼셀 연료전지 기술별 로드맵

	2017	2020	2021	2022	2023	2024	2025
PAFC	국산화 성공 및 상업 생산 개시 63MW	수소 모델 상업화	LPG/NG 듀얼 모델 상업화	증설 완료 275MW Tri-gen 모델 상업화	CCS 연계형 개발 및 실증		
SOFC		Ceres Power 기술 도입 계약		선박용 실증 컨소시엄 구성	공장 완공 50MW	발전용 상업화	선박용 상업화
PEM				모빌리티 파워팩 파트너십 구축		모빌리티 파워팩 상업화	

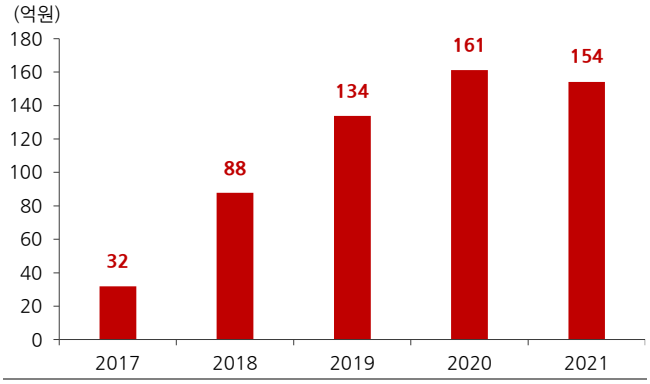
자료: 두산퓨얼셀, 한국IR협의회 기업리서치센터

두산퓨얼셀 수주 목표 및 국내시장 전망



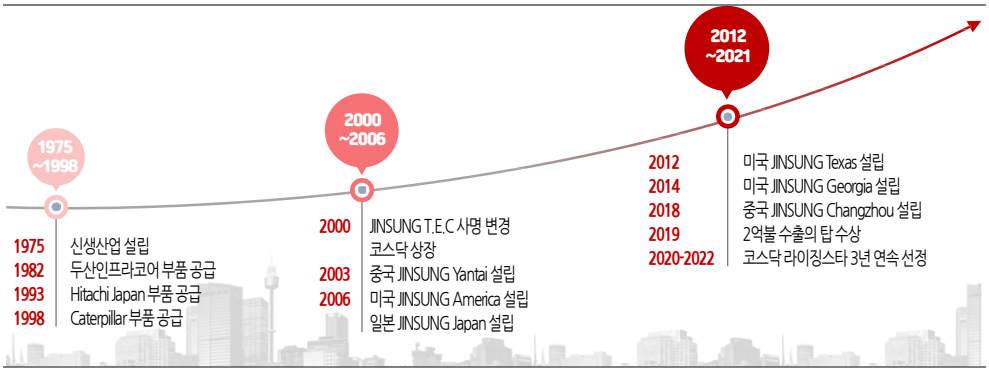
자료: 두산퓨얼셀 IR자료, 한국IR협의회 기업리서치센터

진성티이씨 연료전지 부품 매출액 추이



자료: 진성티이씨, 한국IR협의회 기업리서치센터

회사 연혁



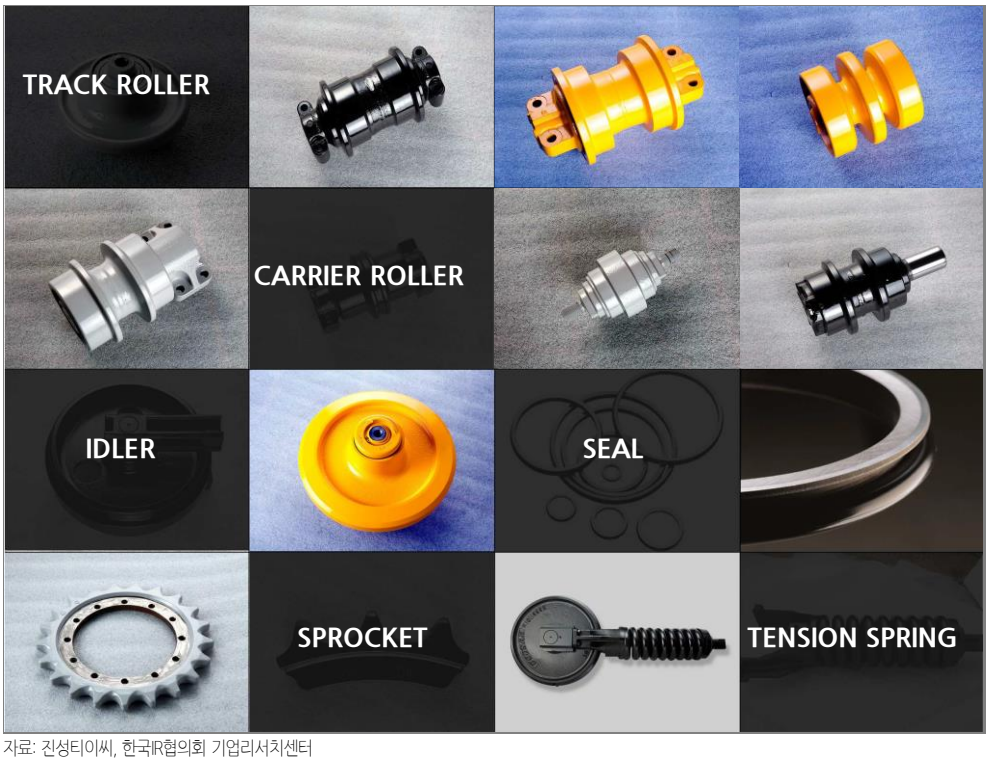
자료: 진성티이씨, 한국IR협의회 기업리서치센터

연결대상 종속기업 현황

	설립일	소재지	주요사업	당반기 매출액
진성씨에이치	2011.12	경기도 평택	자회사 관리	19
진성산업(연대)유한공사	2003.10	중국 연대시	건설기계 부품 제조	633
Jinsung America Corp	2006.04	미국 조지아주	도매 및 상품중개업	892
Jinsung Texas LLC	2012.10	미국 택사스주	건설기계 부품 제조	손자회사
Jinsung Georgia LLC	2013.01	미국 조지아주	건설기계 부품 제조	손자회사
진성 공정기계(상주)유한공사	2018.04	중국 상주시	건설기계 부품 제조	345
Tougan Corp Jinsung	2006.11	일본 도쿄	도매 및 상품중개업	448
TEC Thailand	2022.02	태국	건설기계 부품 제조	-

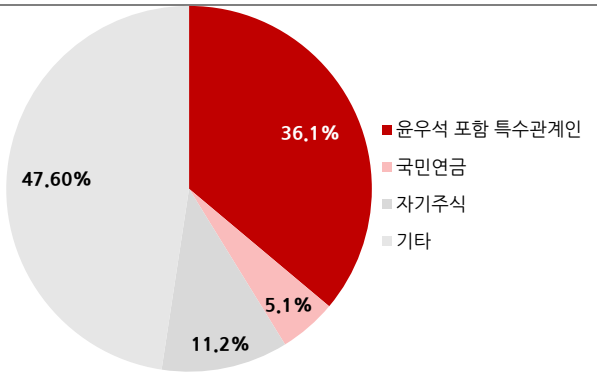
자료: 진성티이씨, 한국IR협의회 기업리서치센터

주요 제품 사진



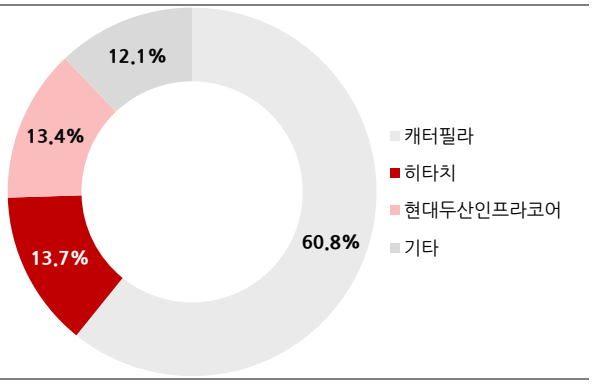
자료: 진성티이씨, 한국IR협의회 기업리서치센터

주주 현황



자료: 진성티이씨, 한국IR협의회 기업리서치센터 주: 2022년 상반기 기준

거래처별 매출비중



자료: 진성티이씨, 한국IR협의회 기업리서치센터 주: 2021년 기준

산업 현황

건설기계 메이저업체들은 과거 하부주행체를 자체 생산했으나, 현재는 전문 부품업체로 아웃소싱 추세

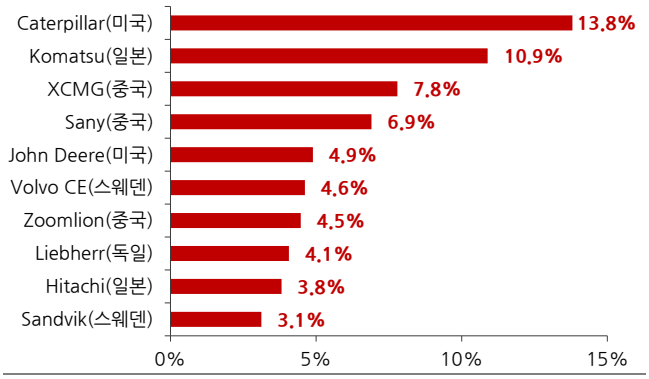
건설중장비시장의 최대 생산업체는 1925년 설립 이후 97년간 글로벌 1위를 수성하고 있는 미국의 캐터필라이며, 그 뒤를 이어 일본의 Komatsu(2위), 3~4위는 중국의 XCMG, Sany이다. 미국의 John Deere, 유럽의 Volvo(스웨덴), Liebherr(독일), Hitachi(일본) 등도 Top 10이내 상위권업체이다. 국내에는 현대두산인프라코어(HDIC, 글로벌 10위권) 현대건설기계㈜ 등이 동종사업을 영위 중이다.

이들 업체는 과거 대부분 롤러 등 하부주행체 부품을 자체 생산하였으나, 최근에는 원가경쟁력을 갖춘 동사와 같은 전문 부품업체로 아웃소싱을 확대하는 추세이다.

2021년 글로벌 Top 50업체 건설중장비 매출액은 2,323억 달러로 YoY 21.7% 증가

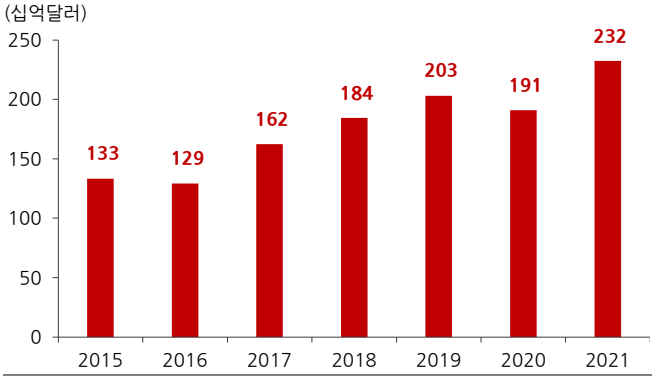
매년 글로벌 건설중장비업체 순위를 평가하는 Yellow Table(건설미디어그룹 KHL그룹에서 발표)을 보면 글로벌 Top 50 건설중장비업체들의 합산 매출액은 2020년 코로나19 팬데믹에 따른 지역봉쇄와 공급망 차질문제로 1,909억달러로 전년대비 5.9% 하락했으나, 2021년에는 Post-Covid 효과 및 미국, 중국 등 주요국의 정부주도 대규모 인프라투자 확대 영향으로 2,323억달러를 기록, 전년대비 21.7% 증가한 역대 최대치를 기록했다.

글로벌 건설중장비업체 시장점유율(2021년)



자료: Yellow Table, 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 Top 50 건설중장비업체 연도별 합산 매출액 추이



자료: Yellow Table, 한국IR협의회 기업리서치센터

2021년 이후 글로벌 건설기계 수요는 중국의 약세 vs 미국의 강세로 喜悲 교차

최근 글로벌 건설중장비산업의 국가별 동향을 보면 수요측면 BIG2인 미국과 중국의 喜悲가 엇갈리고 있다. 미국은 코로나19 이후 2021년부터 정부의 대규모 경기부양 인프라 투자 지속 및 신규주택 착공호수 증가 등으로 건설중장비 수요가 호조세를 보이고 있는 반면, 중국은 2021년부터 부동산경기 침체 영향에다 코로나19 확산에 따른 잦은 지역봉쇄, 전력난 심화, 대홍수 발생 등에 따른 수요부진으로 2021년부터 올해 들어서도 건설기계 수요가 크게 감소하고 있다.

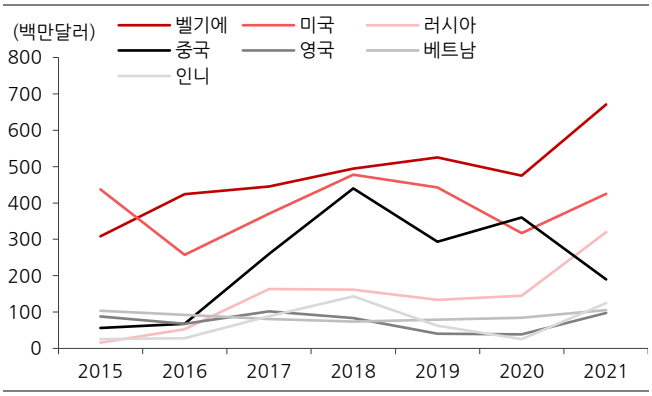
국내 굴삭기 수출액은 2021년 31.9억달러로 YoY 41.2% Up, 중국은 47.4% 감소한 반면 Ex-China지역은 대폭 증가

국내 굴삭기 수출액을 보면 2019년 25.8억달러에서 2020년 코로나19 확산 영향으로 22.6억달러로 전년대비 12.4% 감소한 이후 2021년에는 전년도 기저효과 및 글로벌 코로나 백신 접종 확대에 따른 봉쇄 해제와 각국의 경기부양효과로 전년대비 41.2% 급증한 31.9억달러를 기록했다. 2021년 국가별 수출액 추이를 보면 수출 주요국인 벨기에(+41.4% YoY, 유럽向 물류 허브), 미국(+33.9%), 러시아(+120.7%), 영국(+151.0%), 베트남(+24.8%), 인도네시아(+396.9%) 등으로 수출액이 대폭 증가한 반면, 중국의 경우 2021년 수출액이 1.9억달러로 전년대비 47.4% 급감하였다.

2022년 8월 누계 굴삭기 수출 금액은 YoY 0.2% 증가, 미국은 23.1% 증가했으나, 중국에서 YoY 85.9% 급감

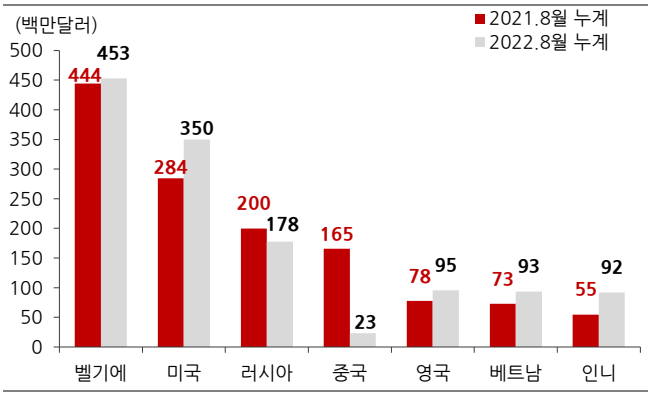
올해 들어서는 8월 누계 전체 굴삭기 수출액이 21.4억달러로 전년동기대비 0.2% 증가에 그쳤는데, 국가별 수출액을 보면 2021년 추세와 유사하다. 중국向 8월 누계 수출액은 2,300만달러로 전년동기대비 85.9% 급감하였고, 러시아의 경우 2월말 우크라이나 침공 이후 미국을 포함한 서방국에서 주도한 對러 무역규제 영향으로 8월 누계 수출액이 1.8억달러로 전년동기대비 11.0% 감소하였다. 반면 중국과 더불어 세계 최대 수요시장인 미국向 수출액은 3.5억달러로 전년동기대비 23.1% 증가세를 기록하였다.

국내 국가별 굴삭기 수출액 추이



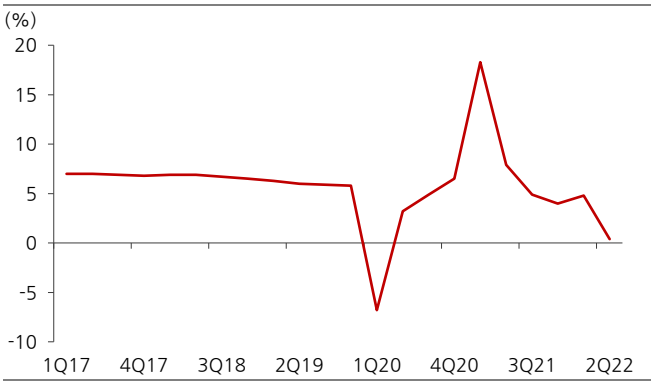
자료: KITA, 한국IR협의회 기업리서치센터

2022년 8월 누계 국가별 굴삭기 수출액 추이



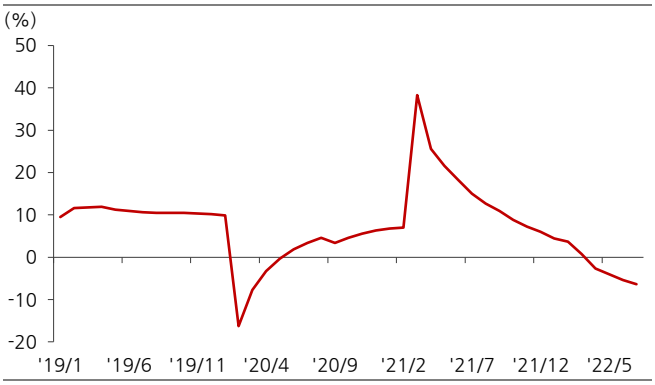
자료: KITA, 한국IR협의회 기업리서치센터
주석: 벨기에는 유럽의 물류 허브로 벨기에向 수출은 EU 주변국 수요로 추정

중국 GDP 성장률 추이



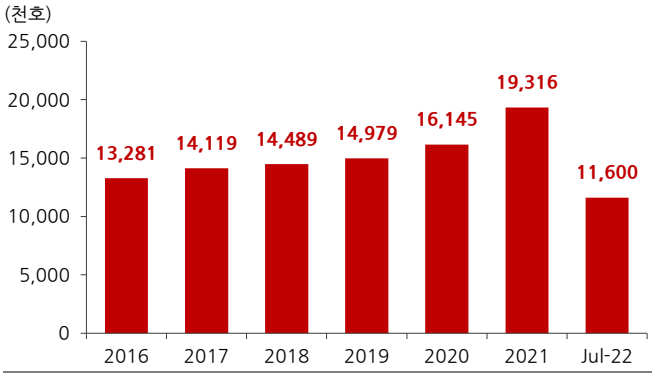
자료: 중국 국가통계국, 한국IR협의회 기업리서치센터

중국 부동산투자 증가율



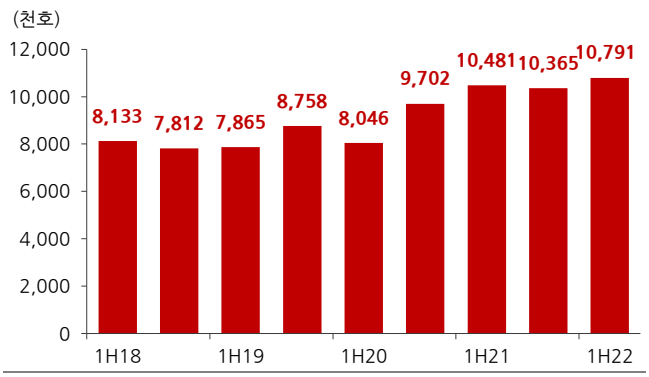
자료: 중국 국가통계국, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 신규주택 착공 추이



자료: US Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 신규주택 인허가 추이



자료: US Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사는 건설중장비 하부주행체 부품업계 글로벌 1위로 유럽, 미국, 일본 경쟁사대비 기술 및 가격측면 높은 경쟁력 보유

동사는 건설중장비 부품(하부주행체)분야 글로벌 1위업체로 경쟁사로는 이탈리아의 Berco(독일 철강회사인 티센크루프 계열사)와 미국 ITM 등이 있으며, 국내업체로는 대창단조, 흥국 등이 있다. 국내업체들의 경우 유럽 및 미국, 일본의 부품 경쟁사에 비해 기술 뿐만 아니라 가격측면에서도 높은 경쟁력을 보유하고 있어 글로벌 M/S를 확대하고 있다. 동사의 경우 캐터필라, 히타치, HDIC(현대두산인프라코어) 등 글로벌 메이저업체와 20~30년 이상 장기간 협력관계를 유지하고 있는 가운데 Bobcat, John Deere, Sumitomo, JCB, Kobelco 등 신규 고객사로도 매출을 다변화하고 있다.

국내 경쟁사는 대창단조와 흥국

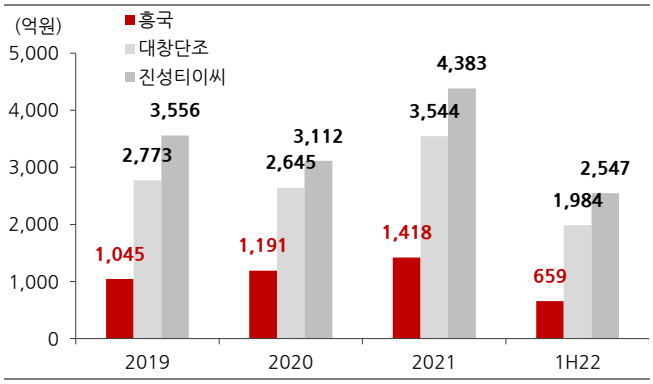
동사의 건설중장비 하부주행체 부품 동종업체는 국내에 대창단조와 흥국이 있다. 대창단조는 국내 3社 중 1955년에 '대창크랑크 단조공업사'로 설립되어 역사가 가장 오래되었으며, 건설중장비 하부주행체 뿐만 아니라 자동차 엔진부품인 크랭크 샤프트도 생산하고 있다. 2022년 상반기 기준 제품별 매출비중은 중장비부품 92.1%, 자동차부품 2.6%, 기타 5.3%이다. 동사가 중장비 하부주행체 부품 중에서 Roller와 Idler, Sprocket을 주로 생산하는 반면 대창단조는 Roller, Idler, Sprocket뿐만 아니라 Track Chain(궤도)도 생산하고 있다. 매출구조는 수출이 72.6%, 내수가 27.4%이며, 내수의 중장비부품은 주로 볼보코리아 및 현대건설기계, HDIC(현대두산인프라코어)로 납품되고 있으며, 수출은 글로벌 OEM업체 및 A/S시장으로 출하된다.

매출액 기준 국내 3위업체인 흥국은 동사에 비해 1년 전인 1975년 단조품 생산 목적으로 설립된 회사이다. 1978년 본사와 공장을 수원공장으로 이전하며 본격적인 단조사업을 시작하였으며, 1990년 충남 아산시에 온양공장을 준공하면서 건설기계부품 및 자동차부품 가공사업을 시작하였다. 흥국의 주력 매출처도 대창단조와 같이 볼보그룹과 현대건설기계이다.
동사의 경우 주력 거래처가 글로벌 1위 중장비업체인 캐터필라로 61%, 일본 히타치 13.7% 등 75%가 판매되고 있어 주력 거래처가 중복되지 않는다.

국내 동종업계 3社의 10개년 평균 영업이익률은 8%로 안정적인 수익창출력 보유, 해외 경쟁사대비 기술력뿐만 아니라 가격경쟁력 보유

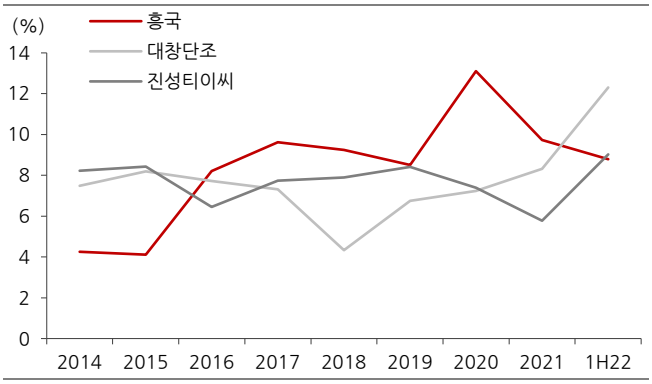
국내 3社의 매출액 추이를 보면 2020년 코로나19 확산에 따른 글로벌 봉쇄조치 영향으로 역성장하기도 했으나, 2021년부터는 코로나 사태 완화 및 각국의 경기부양조치, 원자재 인플레이션에 따른 건설기계 수요 증가 영향으로 판매가 증가해 2021년 역대 최대치 매출액을 달성하였으며, 그 추세는 2022년에도 이어질 전망이다. 국내 3社의 수익성을 보면 지난 10개년 평균 영업이익률이 8% 수준으로 건설경기의 변동성에도 불구하고 적자 없이 상당히 안정적인 수익창출력을 보이고 있다. 이는 국내업체들이 유럽이나 미국, 일본 등 해외업체들에 비해 기술력 뿐만 아니라 가격측면 경쟁력까지 보유한데다 글로벌 메이저업체와 장기간 거래관계를 유지하면서 원가변동에 대한 가격결정력도 보유하고 있기 때문으로 판단된다.

국내 동종업종 매출액 추이 비교



자료: 각사 사업보고서, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 동종업종 영업이익률 추이 비교



자료: 각사 사업보고서, 한국IR협의회 기업리서치센터

투자포인트

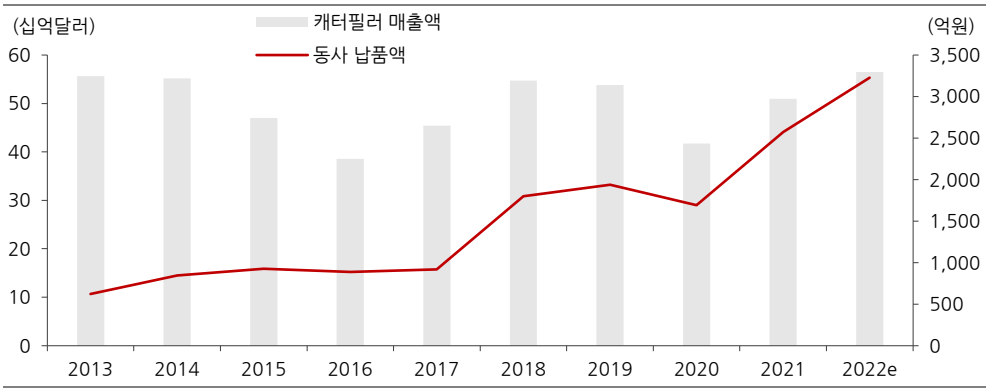
1) 과거 1세기동안 글로벌 1위업체인 캐터필라社와 동반 성장 지속

최대 고객사인 캐터필라와 2009년 이후 장기공급계약 연장되며 장기간 안정적 외형 성장 및 수익성 개선 지속

동사는 2004년 5월 미국 캐터필라에 굴삭기 하부주행체의 주요 부품인 Roller와 Idler 공급을 개시하였다. 이후 2007~2008년 금융위기가 이어졌고 2008년까지 단일계약에 그쳤으나, 2009년 12월 약 2,000억원 규모의 5년 장기공급계약을 처음으로 체결하면서 동사가 캐터필라 북미공장 뿐만 아니라 전세계 공장으로 확대 공급하게 되었으며, 현재까지도 장기간 안정적인 매출 및 수익성이 개선되는 계기가 되었다.

이후 계약금액 규모를 보면 2012년 3,000억원, 2017년 3,731억원(본사) 및 4,000억원(조지아공장), 2020년 3,502억원으로 캐터필라가 성장하고 건설기계 부품가격이 상승하면서 장기공급계약 규모가 증가하고 있다. 동사의 캐터필라向 매출비중은 2010년 이전에는 15% 내외에서 2021년 기준 60.8%까지 확대되었고, 장기계약 초기에는 약정물량도 크지 않았으나, 최근에는 캐터필라 필요량의 최소 80% 이상을 공급하는 등 캐터필라와 동사의 장기 共生관계가 지속되고 있다.

캐터필라 매출액 및 동사 캐터필라向 매출 추이



자료: Refinitiv, 진성티이씨, 한국IR협의회 기업리서치센터

캐터필라 장기공급계약

계약년도	계약기간	주요 내용	계약금액	기대효과
2009.12	2010 ~2014	캐터필라 세계 각 공장에 롤러 및 아이들러 소요량의 일정량 공급, 양사간 우호관계를 강화하는 기본계약	2,000억원	캐터필라 북미공장 중심 기존 제품을 캐터필라 전세계 공장으로 확대 공급함에 따라 장기간에 걸친 안정적 매출 및 수익성 개선 기대
2012.05	2013 ~2017	캐타필라 미국 현지공장에 공급되며, 2013년 공급분(255억원)은 국내공장에서, 2014년부터 발생분은 미국 신설공장(텍사스)에서 공급	3,000억원	2009년말 장기계약 이후 3년만에 추가계약 체결하며 관계 강화, 미국뿐만 아니라 중국, 일본, 동남아, 유럽 등 전세계 M/S 강화
2014	2014 ~2016	캐터필라 장기공급계약	2,000억원	미국 현지(조지아) 공장에서 공급
2017.08	2017 ~2022	캐터필라 미국 현지 및 중국에 필요물량의 최소 70%를 공급	3,731억원	장기공급계약 2009년말 이후 8년째 지속되며 관계 강화
2017.08	2017 ~2022	캐터필라 장기공급계약	4,000억원	미국 현지(조지아) 공장에서 공급
2020.11	2021 ~2023	캐터필라 미국, 유럽, 중국, 일본 등 필요한 소요량의 최소 80% 이상 공급	3,502 억원	캐터필라 장기공급계약이 2010년부터 2023년까지 14년간 지속

자료: 진성티이씨, 한국IR협의회 기업리서치센터

2) 글로벌 G2의 인프라투자 모멘텀

중국은 상반기 '제로 코로나' 정책에 따른 도시봉쇄와 부동산 침체에 따른 경기 침체를 만회하기 위해 하반기에는 대규모 인프라투자로 경기부양 전망

건설중장비의 최종 수요처를 보면 건설과 자원(광산개발), 발전 부문이 큰 비중을 차지하고 있기 때문에 중국, 미국 등 주요 수요국에서 정부가 주도하는 인프라 투자정책이 매우 중요하다.

지난 8월 26일 블룸버그통신은 보도를 통해 중국은 '제로 코로나'정책에 따른 도시 봉쇄와 부동산 시장 침체로 야기된 경기 침체를 극복하고자 경기부양을 위해 고속철도, 수로, 신재생 에너지 분야에 6.8조위안(약 1,324조원)을 투자할 계획이라고 전했다. 중국의 지난 2분기 GDP성장률은 0.4%로, 지난 2020년 1분기 코로나19 발생에 따른 마이너스 성장 기록 이후 9분기 최저치로 하락했다. 시장에서는 당초 중국 정부가 목표한 2022년 GDP 성장률 5.5%에는 미치지 못할 것이라며, 성장률 전망치를 3.0%대로 낮춰 잡고 있다.

이에 따라 중국정부 당국은 '제로 코로나' 정책에 따른 도시 봉쇄와 부동산 시장 위기에서 비롯된 경제 침체를 대규모 인프라 투자를 통해 극복하겠다는 계획이며, 상반기에 성장률이 하락한 만큼 하반기에는 경기부양을 통해 최대한 성장률을 높이려는 조치가 이어질 수밖에 없을 것이다. 상반기 성장률 부진이 '제로 코로나' 정책에 따른 영향이 가장 컸다고 볼 때 이는 단기적인 이슈로 향후 코로나 상황 개선에 따라 성장률이 재차 반등할 가능성도 있다.

중국은 2023년까지 풍력, 태양광 등 100GW 규모의 신재생에너지 발전설비를 완공하고, 올해부터 3조위안(약 584조원)을 투입해 추가로 450GW 설비 건설에 착수할 계획이다.

중국정부가 지난 7월 건설에 착수한 세계 최장(200km)인 인장부한(引江補漢, 양쯔강의 물을 끌어들여 베이징을 부양한다) 수로터널도 주목해야 하다. 인장부한 수로터널은 세계 최대 수력댐인 후베이성 싼샤댐에서 북경까지 수로를 잇기 위해 600억위안(약 12조원)이 투입되어 향후 10년에 걸쳐 완공될 계획이다.

중국정부는 이외에도 도로, 가스, 수도관, 공원 등 도시기반시설 건설사업에도 지방정부가 발행한 특수목적채권 발행을 통해 자금을 투자하고 있으며, 올해에만 1.4조위안(약 272조원)이 투입될 것으로 블룸버그는 전망하고 있다.

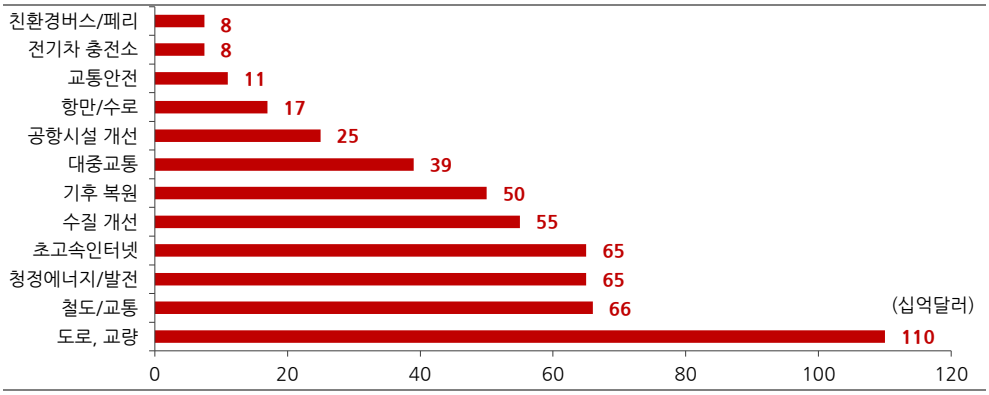
중국정부는 고속철도와 고속도로, 주요 도시 지하철 건설에도 투자를 확대하고 있다. 중국은 이미 4만km 이상의 고속철도를 보유하고 있으나, 2035년까지 7만km로 늘린다는 계획이며, 2035년까지 5.8만km의 고속도로를 신규 건설하거나 복원할 계획이다. 이외에도 중국의 주요 도시에 지하철 건설도 빠르게 증가하고 있는데 중국은 2020년 한 해에만 6천억위안(약 120조원) 이상 지하철 건설에 투입했다.

2021년 11월 인프라 예산안 통과, 향후 10년간 인프라투자에 1.2조달러 투입 계획으로 캐터필라 및 동사에 직접적인 수혜 전망

미국은 지난 2021년 11월 8일 뉴욕증시 3대지수가 모두 역대 최고치를 경신했는데 이는 바이든 행정부의 1.2조달러(약 1,668조원) 규모 인프라 예산案이 현지시간 11월 5일 美 의회에서 초당적으로 통과되었기 때문이다. 인프라 예산안의 투자부문별 내용을 보면 교량 및 고속도로 현대화에 1,100억달러, 철도 및 교통 개선에 660억달러, 농촌 등 낙후지역의 초고속인터넷망 보급에 650억달러, 청정에너지 송전 및 전력망 개선에 600억달러, 수도관 교체에 550억달러, 항만/수로 수리에 170억달러, 공항시설 250억달러, 전기차 충전소 건설에 75억달러 등이 향후 10년에 걸쳐 투자될 계획이다.

미국의 대규모 인프라투자 집행에 따른 최대수혜기업은 글로벌 1위 건설기계업체인 캐터필라이며, 동사는 캐터필라의 하부주행체 부품(Roller, Idler, Sprocket 등)을 공급하는 글로벌 최대 협력업체로서 동반 수혜가 기대된다. 캐터필라와 동사는 지난 2009년 이후 14년간 장기공급계약관계를 지속해오고 있으며, 캐터필라의 북미지역 뿐만 아니라 유럽, 중국, 일본, 동남아 등 전세계 필요물량의 80%를 공급할 만큼 최적의 사업 파트너이기 때문이다.

미국 인프라 예산안 지출 비중



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

2022년 8월 美 인플레 감축법(IRA) 통과로 신재생에너지 개발에 건기 수요 급증 전망

미국의 인플레이션 감축법안(IRA, Inflation Reduction Act)이 8월 7일 상원(50:51로 통과)에서 통과된데 이어 8월 12일 하원 의회 승인을 거쳐 바이든 대통령이 8월 16일 최종적으로 서명하면서 법 시행을 앞두고 있는 점도 건설중장비산업에 대형 호재이다. IRA법안 시행으로 신재생에너지 산업이 가장 큰 수혜를 받을 전망이며 향후 10년간의 장기적인 혜택으로 인해 신재생에너지시장의 고성장을 견인할 것으로 전망된다.

IRA법안 주요 내용은 연간 이익 10억달러 이상 기업에 최저 법인세율 15% 적용(2,220억달러), 국세청 세금집행 강화(1,240억달러), 처방약 가격제 개혁(2,650억달러), 자사주 매입時 세금 1% 부과(740억달러), 사업손실공제 제한(520억달러) 등 7,370억달러 재원을 마련하고, 이중에서 태양광, 풍력발전에 대규모 세액공제를 제공하는 등 약 3,690억달러(480조원)이 친환경 에너지 공급망 강화에 사용된다. 즉 전체 투자액 중 84.4%가 친환경 에너지산업에 주는 혜택으로 사실상 IRA법안 통과로 가장 수혜가 예상되는 산업은 태양광, 풍력, 전기차 등 친환경 에너지 산업인 것이다.

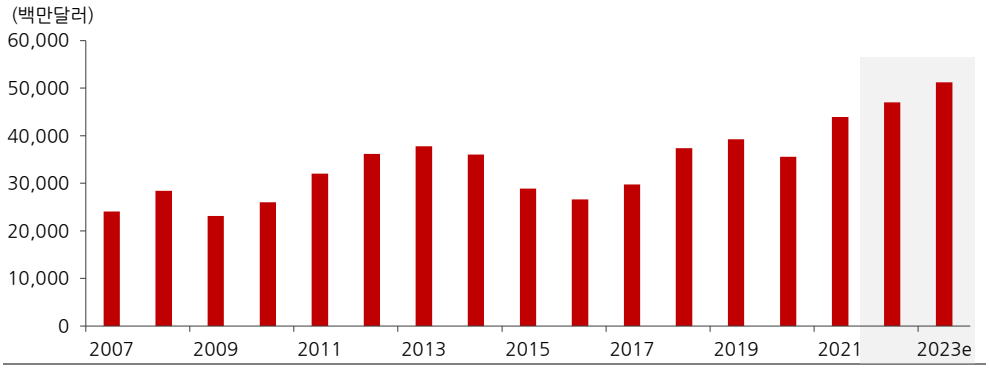
IRA법안에는 2021년 이후 연장이 지연된 PTC(Production Tax Credit, 생산세액감면제, 재생에너지 발전량에 비례하여 세액공제 제공)가 포함되어 있다. 전체 에너지 안보 및 기후변화 대응을 위한 투자규모 3,690억달러(480조원) 中 48.9%인 1,800억달러가 재생에너지 생산자 인센티브이며, 풍력발전에는 PTC 적용, 태양광 발전에는 ITC(투자세액공제)가 적용되어 투자금액의 30%까지 세액공제가 가능하다.

3) 세계 최대 농기계업체인 John Deere로 신규 공급 착수

올해부터 세계 최대 농기계업체이자 세계 5대 건설기계업체인 美 John Deere 社로도 납품 개시

동사는 올해부터 세계 최대 농기계업체인 미국 John Deere로 약 150억원의 물량을 납품할 예정이다. John Deere는 캐터필라에 이어 미국시장 2위이다. 글로벌 온난화에 따른 가뭄으로 식량난이 심화되는 가운데 전세계 인구는 지속적으로 증가하고 있고, 최근 들어 新냉전에 따른 보호무역주의 및 무역규제로 식량전쟁이 치열해지고 있어 향후 식량공급 부담이 증가할수록 John Deere社는 성장할 수밖에 없다. 미국의 대규모 인프라 예산안과 인플레 감축법(IRA) 통과로 건설기계산업에 수혜가 예상되는 가운데 캐터필라에 이어 동사가 John Deere로도 계약물량이 증가한다면 동사의 외형이 비약적으로 증가할 수도 있을 것이다.

John Deere社 매출 추이 및 전망



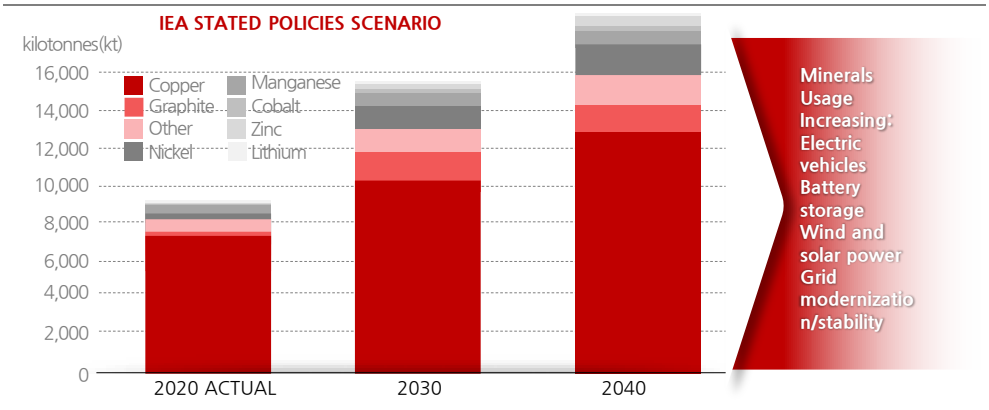
자료: Refinitiv, 한국IR협의회 기업리서치센터

4) 글로벌 에너지 大전환으로 건설기계산업은 장기적인 수혜 기대

글로벌 에너지 대전환으로 EV, 2차전지, 신재생발전用 금속 수요 증가時 광산 채굴을 위한 건설중장비 수요도 증가

글로벌 에너지 대전환으로 전기차, 2차전지, 신재생에너지 등의 친환경 산업 투자가 증가하면서 주요 원자재인 구리, 니켈, 코발트, 리튬, 아연, 망간 등에 대한 광산 채굴 수요도 증가할 전망이다. 이는 결국 광산 채굴에 필요한 대형 굴삭기 등 건설중장비 수요 증가로 이어질 수밖에 없다. IEA(세계에너지협회)는 전기차(EV), 2차전지, 태양광/풍력 등 신재생에너지 개발, 전력망 현대화 투자 등에 따라 구리, 니켈, 리튬, 코발트, 망간 등 금속 원자재 수요가 2020년 이후 2040년까지 두배 이상 증가할 것으로 예상하고 있다.

에너지 전환에 따른 원자재 수요 변화

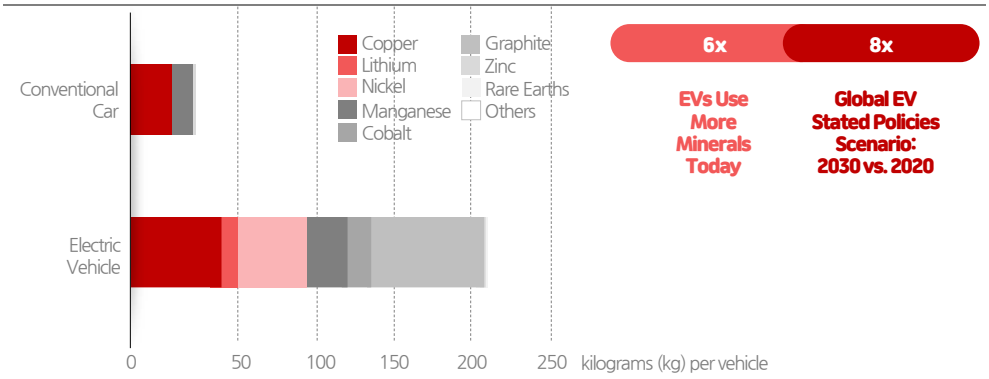


자료: 캐터필라 IR자료, 한국IR협의회 기업리서치센터

EV에는 기존 내연기관차대비 금속소요량 6배 이상 필요

전기차(EV)를 보더라도 기존 내연기관 자동차 생산에 소요되는 주요 금속은 구리와 망간 위주였으나, 친환경 전기차에는 구리 뿐만 아니라 니켈, 리튬, 코발트, 망간, 그라파이트, 아연, 희소금속 등 기존 내연기관 자동차에 비해 최소 6배 이상의 금속이 필요하다.

전기차 수요 증가에 따른 주요 금속 소요량 변화

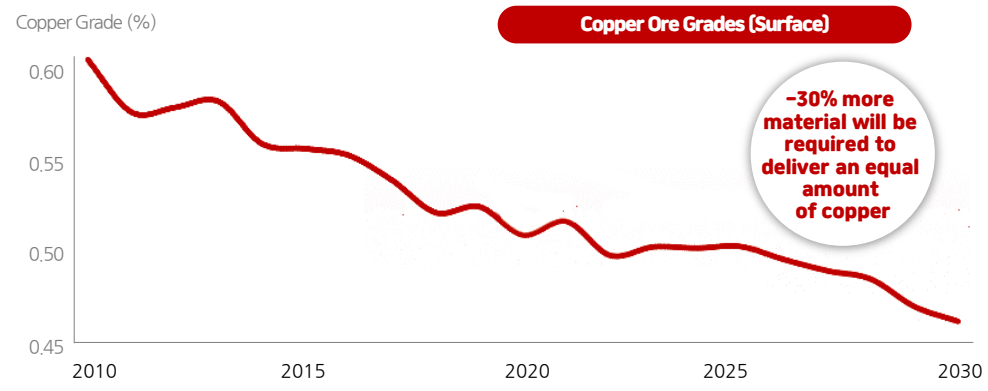


자료: 캐터필라 IR자료, 한국IR협의회 기업리서치센터

광물 품위 하락으로 동일한 금속생산 유지를 위해 향후 30%이상 건설기계 추가 필요

광물의 함유량(품위)가 지속적인 감소세를 보이고 있는 점도 건설중장비 수요 증가요인이다. 호주 전망기관인 AME(Australian Metals Economics)는 금속광물의 정광 품위(%)가 지속적으로 하락하고 있기 때문에 과거의 금속생산량을 유지하기 위해서는 향후 약 30%의 건설중장비가 추가로 필요하고, 가동률이 그만큼 높아져야 할 것으로 전망하고 있다.

추세적인 광물 품위 하락으로 중장비기계 수요 및 광산 가동률 증가 필요

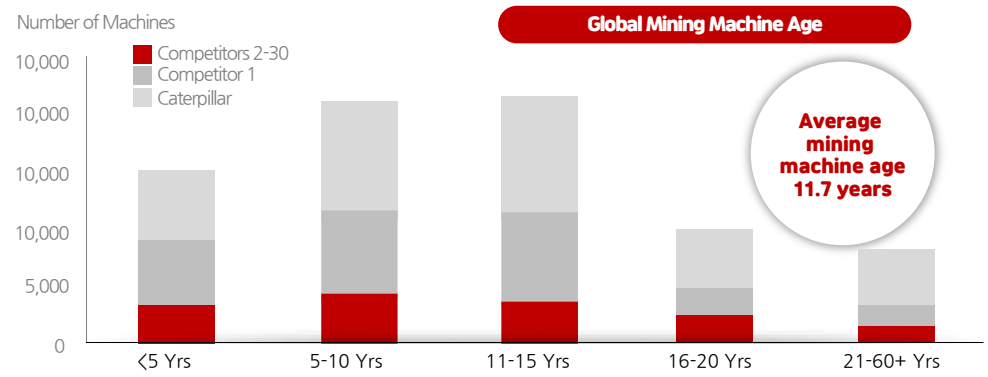


자료: 캐터필라 IR자료, AME, 한국IR협의회 기업리서치센터

광산 채굴用 중장비 노후화로 신규 수요 및 교체 수요도 촉발

캐터필라는 IR자료에서 현재 광산用 중장비들의 평균 수명이 11.7년으로 노후화되고 있어 신규 수요 뿐만 아니라 After Market 교체 수요도 촉발할 것으로 전망하고 있다.

중장비 노후화로 교체 주기 도래



자료: 캐터필라 IR자료, 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

1) 2021년 실적 분석

2021년 캐터필라 및 히타치向 물량 급증으로 역대 최대치 매출 기록, 영업이익률은 철강 가격 상승으로 하락

2021년 동사의 연결매출액은 4,383억원으로 전년대비 40.8% 증가한 역대 최대치를 기록하였다. 영업이익은 253억원으로 9.9% 증가하였다. 역대 최대치 매출액에도 불구하고 매출원가율이 84.1%로 전년대비 1.0%p 상승한데다 판관비율이 10.2%로 전년대비 0.6%p(+147억원) 상승한 영향으로 영업이익률은 5.8%를 기록, 전년(7.4%)대비 1.6%p 하락하였다.

제품별 매출비중을 보면 건설중장비 부품 매출액은 4,229억원으로 전체의 96.5%, 연료전지 매출액은 154억원으로 전체매출비중의 3.5%를 기록하였다.

고객사별 매출비중을 보면 2009년 이후 장기공급계약을 지속하면서 최근 수년간 계약규모가 증가하고 있는 미국 캐터필라向 매출액이 2,571억원으로 전년대비 51.9%(+878억원) 증가하면서 역대 최대치 외형 성장을 견인하였다. 동사의 캐터필라 매출비중은 60.8%를 기록하여 전년대비 매출비중이 3.5%p 상승했으며, 2004년 처음으로 캐터필라에 Roller와 Idler를 공급한 이래 17년 만에 납품액이 2,000억원대를 넘어섰다.

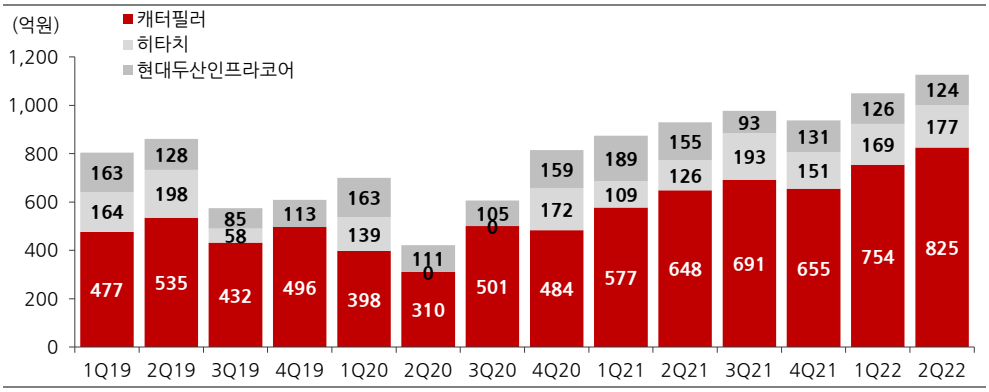
이는 동사가 지난 2017년 캐터필라와 체결한 3,731억원 규모의 5개년 장기공급계약과 조지아공장의 4,000억원 장기공급계약에 이어 2020년 체결한 3,502억원 규모의 3개년 장기공급계약 효과이다.

미국의 코로나19 이후 대규모 경기부양조치로 신규주택 착공 증가 등 주택 건설 수요가 증가하고 인플레이션으로 원자재가격이 상승하면서 광산 채굴 수요도 증가한 영향으로 미국 캐터필라社의 연간 매출액은 2020년 417억달러에서 2021년 510억달러로 22.1% 증가하였다.

캐터필라 뿐만 아니라 동사의 2대 매출처인 일본 히타치向 매출액도 579억원으로 전년대비 무려 85.9%(+268억원) 증가하며 외형 성장에 일조하였다.

영업이익률이 하락한 원인은 철강가격의 인플레이션 영향이며 동사가 최대 매출처인 캐터필라와 6개월마다 1년에 2회 가격협상을 하는데 원자재가격의 급등 구간에는 시차에 따라 가격을 인상하기 전까지 마진이 위축되는 구간이 발생하기 때문이다. 분기별 영업이익률을 보면 2021년 1분기 7.2%에서 2분기 4.9%로 하락하였고, 3분기에는 4.0%로 2013년 4분기 이래 거의 9년래 분기 최저치 수준으로 악화되었다. 이후 4분기 영업이익률은 가격인상이 반영되면서 매출원가율도 82.8%로 전분기대비 1.6%p 하락하고, 영업이익률도 6.7%로 전분기대비 2.7%p 상승하였다.

분기별 주요 고객사 매출액 추이



자료: 진성티이씨, 한국IR협의회 기업리서치센터

2) 2022년 상반기 실적 분석 및 연간 전망

2022년 상반기 매출증가율 YoY 19.7%, 영업이익증가율 78.2% 기록, 캐터필라 및 히타치 등 주요 거래처向 매출 증가 영향

2022년 상반기 연결매출액은 2,547억원으로 전년동기대비 19.7% 증가하여, 2021년 이후 이어진 성장 국면이 지속되었다. 동기간 영업이익은 230억원으로 전년동기대비 78.2% 급증하였다. 영업이익률은 지난 해 4분기 주요 거래처인 캐터필라와 반기 가격협상이 완료되면서 상승, 올해 1분기에는 9.7%로 지난 해 4분기대비 3.0%p나 상승했으며, 2분기에는 8.3%를 기록하였다.

주요 거래처별 상반기 매출액을 보면 캐터필라向 매출액은 1,579억원으로 전년동기대비 28.9%, 일본 히타치向 매출액은 346억원으로 47.7% 증가한 반면 국내 HDIC(현대두산인프라코어)向 매출액은 250억원으로 27.4% 감소하였다.

상반기 북미지역 매출액 62.8% 급증한 반면 중국 매출은 20.8% 감소, 일본向 매출 증가율도 41.6%로 외형 증가 견인

상반기 지역별 매출액을 비교해 보면 북미지역 매출액은 1,082억원으로 전년동기대비 62.8% 급증한 반면 중국지역 매출액은 506억원으로 동기간 20.8% 감소세를 기록하였다. 이는 미국의 경우 코로나19 이후 대규모 인프라 예산안의 의회 통과 등 경기부양조치로 주택경기와 광산채굴 수요가 증가하고 있는 반면, 중국정부 당국이 '제로 코로나' 정책으로 도시봉쇄를 단행하였고, 부동산경기 침체, 전력난, 가뭄/홍수 등 자연재해, 공급망 이슈 등으로 건설기계 수요가 감소했기 때문이다.

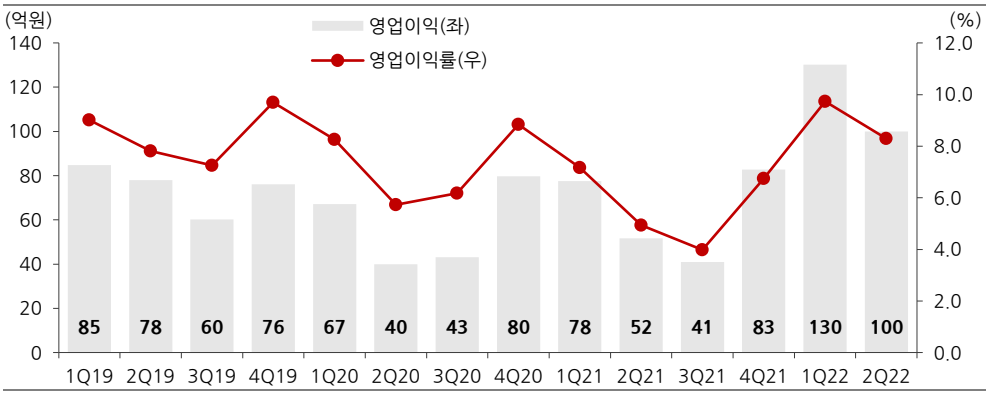
중국을 제외하고는 일본 매출이 406억원으로 41.6% 증가율을 기록하고 국내 내수 매출액도 257억원으로 12.2% 증가하며 외형 증가를 견인하였다.

2022년 매출액은 5,373억원, 영업이익은 473억원으로 각각 22.6%와 87.2% 증가 예상

2022년 연간 매출액은 5,373억원으로 전년대비 22.6%, 영업이익은 473억원으로 87.2% 급증할 전망이다.

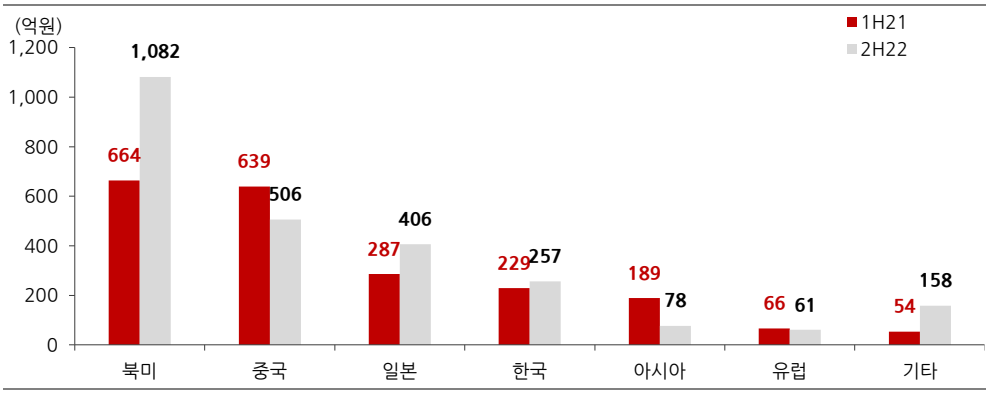
동사의 반기별 매출액을 보면 통상 상반기보다 하반기에 물량이 증가하는 패턴이 이어지고 있는 만큼 하반기 매출액은 2,829억원으로 상반기대비 11.2% 증가할 전망이며, 하반기 영업이익률은 8.8%로 전망, 가격인상 효과가 이어지는 가운데 환율상승 및 원자재가격 Peak-out으로 안정된 수익성이 이어질 전망이다.

분기별 영업이익 및 영업이익률 추이



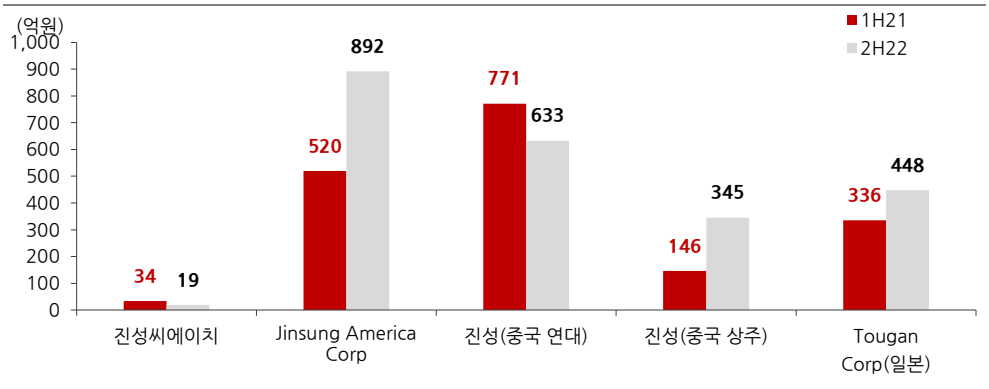
자료: 진성티이씨, 한국IR협의회 기업리서치센터

2022년 상반기 지역별 매출액 추이 비교



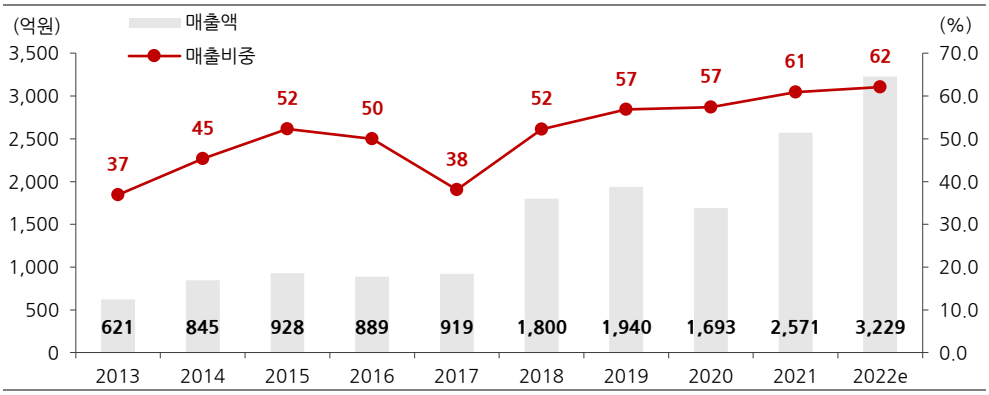
자료: 진성티이씨, 한국IR협의회 기업리서치센터

2022년 상반기 종속기업별 매출액 추이 비교



자료: 진성티이씨, 한국IR협의회 기업리서치센터

캐터필라向 연간 매출액 및 매출비중



자료: 진성티이씨, 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 전망 요약 (단위: 억원, %)

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e
매출액	**3,547**	**3,556**	**3,112**	**4,383**	**5,373**	**5,876**
건설중장비	3,459	3,422	2,951	4,229	**5,217**	5,716
매출비중	97.5	96.2	94.8	96.5	**97.1**	97.3
연료전지	88	134	161	154	**156**	160
매출비중	2.5	3.8	5.2	3.5	**2.9**	2.7
영업이익	**280**	**299**	**230**	**253**	**473**	**510**
영업이익률	7.9	8.4	7.4	5.8	**8.8**	8.7
당기순이익	**217**	**220**	**152**	**171**	**334**	**343**
순이익률	6.1	6.2	4.9	3.9	**6.2**	5.8
매출성장률	45.2	0.2	-12.5	40.8	**22.6**	9.4
영업이익성장률	47.7	7.0	-23.1	9.9	**87.2**	7.7
순이익성장률	116.5	1.5	-31.1	12.7	**95.3**	2.8

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

現주가는 2022E PER 6.7배, PBR 1.1배로 과거 5개년 평균대비 PER 기준 50%, PBR 기준 30% 이상 저평가 국면

2022년 추정실적대비 동사의 PER은 6.7배, PBR 1.1배로 현저한 저평가 국면으로 판단된다.
2009년 동사가 글로벌 최대 건설중장비업체인 캐터필라와 장기공급계약을 체결한 이래 동사의 14년간 연평균 매출성장률(CAGR)은 13.6%로 고성장세가 이어지고 있으며, 코로나19 이후 2021년 미국의 대규모 인프라 예산案이 통과된데다, 올해 8월 바이든 행정부가 인플레 감축법(IRA)까지 통과시키면서 신재생에너지 발전부문에서도 고성장세가 이어지며, 건설기계업종에서는 캐터필라가 최대 수혜업체로 판단되며,
건설중장비 하부주행체 부품 부문에서는 캐터필라의 최대 협력사인 동사도 동반 성장이 확실시된다.
최근 5개년 동사의 주가 밸류에이션을 보면 5개년 평균 PER은 13.4배, 평균 PBR은 1.6배를 기록하여, 現주가는 과거 평균대비 PER 기준 50%, PBR 기준 30% 이상 저평가된 수준이다.

동사의 중장비 하부주행체 부품 동종업체인 Berco(이탈리아) 및 ITM(미국) 등이 비상장업체인데다, 국내 경쟁사인 대창단조와 흥국은 상장사이지만 분석보고서가 존재하지 않고, 수익 추정치가 없어 동종업종內 밸류에이션 비교는 쉽지 않다. 동사의 전방산업인 건설중장비업체와 PER 밸류에이션을 비교해 보면 2022년 추정실적대비 미국의 캐터필라와 John Deere는 각각 PER 15.2배와 15.4배, 일본의 히타치는 10.5배로 미국업체들은 동사에 비해 두배 이상 高평가되어 있고, 일본 히타치의 경우에도 동사보다 주가가 60% 高평가되어 있다. 국내 거래업체인 HDIC(현대두산인프라코어와 두산밥캣의 경우 각각 PER 6.8배와 7.3배로 동사와 주가 수준이 유사하다.

동사의 주가 밸류에이션이 낮은 이유는 국내 주식시장의 약세에 따른 동반 하락 영향도 있는데다, 동사가 건설중장비 부품업종에 속해 있어 통상 산업군內 低성장 및 수요 불확실성으로 低PER업종인 건설업종의 주가에 동조화되고 있기 때문으로 판단된다.

과거 14개년 연평균매출성장률(CAGR) 13.4%로 고성장세, 건설업종과 디커플링 필요, 주가는 리레이팅 전망

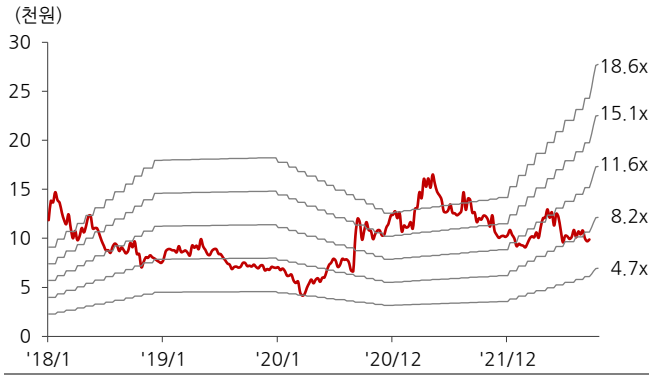
당리서치센터는 동사 주가가 재평가될 것으로 예상한다. 그 이유는 일반적인 건설업종의 수요 불확실성과 낮은 수익성과 달리 동사는 세계 최대 중장비업체인 캐터필라의 하부주행체 부품 분야 최대 협력업체로 장기적인 동반성장 파트너이며, 캐터필라와의 장기공급계약이 시작된 2009년 이후 14개년 평균 매출성장률(CAGR)이 13.4%를 기록할 만큼 고성장 국면이 이어지고 있다. 동기간 캐터필라의 연평균 매출성장률은 4.4%로 동사의 성장세가 현저히 높았다. 이는 향후 수년간 미국內 인프라 투자 수요 증가로 캐터필라의 외형 성장세가 과거보다 높을 것으로 예상되는 상황에서 동사의 성장률도 그보다 더 가파르게 성장할 개연성이 있다는 것을 예상케 한다.

동사는 최근 3년 연속 거래소가 선정하는 코스닥 라이징스타에 선정, 대부분 선정업체가 IT나 제약바이오 혁신업체로 건설업 포함 전통적 굴뚝산업체로는 동사가 유일

동사는 2022년 한국거래소가 선정한 38개 코스닥 상장기업 라이징스타에 2020년부터 3년 연속 선정되었다. 라이징스타는 코스닥기업 중에서 글로벌 시장에서 높은 시장지배력을 보유하거나, 혁신산업 분야에서 높은 국내시장 점유율을 바탕으로 글로벌 기업으로 성장할 가능성이 높은 기업에 주어지는 평가이다.

38개 선정기업들을 보면 대부분 IT, 반도체, 제약바이오 분야 혁신기업들로 전통적인 제조업이나 건설업종에서는 동사가 유일하다. 동사는 글로벌 시장에서 이미 십여년간 글로벌 1위 시장점유율을 유지하고 있고, 가격결정력도 보유해 안정된 수익성이 지속되고 있는 만큼 동사의 주가는 시장의 재평가 필요하며, 오히려 시장대비 프리미엄 부여가 가능할 주식임에도 불구하고 現주가 수준은 현저히 낮아 보인다.

PER Band



자료: Quantiwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

PBR Band

자료: Quantiwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

Peer Valuation

	단위	캐터필라	존디어	고마츠	히타치	현대두산인프라코어	현대건설기계	진성티이씨
시가총액	십억원	131,198	148,164	26,365	62,838	1,040	770	222
종가	원	248,525	490,901	27,199	65,154	5,260	39,100	9,880
매출액	십억원	77,159	63,740	30,065	94,451	4,503	3,336	537
영업이익	십억원	9,707	13,935	3,709	7,151	7	NULL	47
EPS	원	16,359	31,833	2,697	6,215	777	5,389	1,486
BPS	원	38,832	79,045	24,449	48,638	7,156	73,304	8,803
ROE	%	42.3	42.3	11.6	14.0	10.7	8.0	18.2
PER	배	15.2	15.4	10.1	10.5	6.8	7.3	6.7
PBR	배	6.4	6.2	1.1	1.3	0.7	0.5	1.1

자료: Refinitive, 한국IR협의회 기업리서치센터 주: 시가총액과 종가는 2022년 9월 16일 기준, 타사는 컨센서스 기준

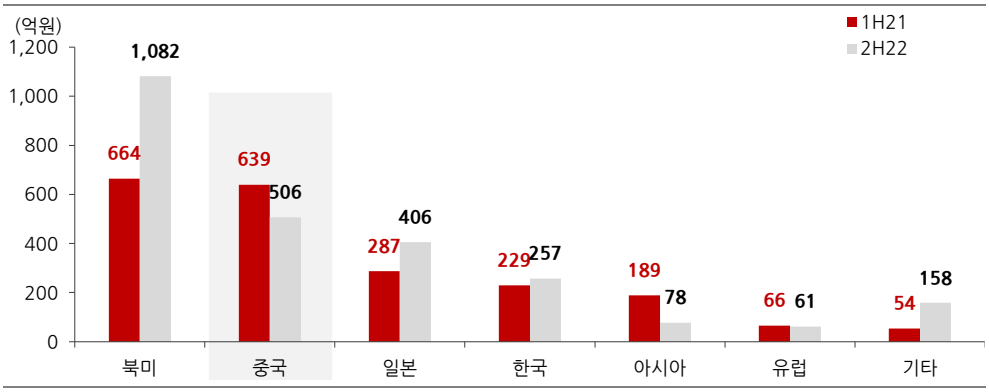
리스크 요인

건설경기 침체로
올해 상반기 굴삭기 판매량은
전년동기대비 20.8% 감소

중국의 저성장 우려는 건설중장비 수요산업에는 최대 악재이다. 중국정부 당국은 3월 올해 GDP 목표치로 5.5%를 전망했지만, 시장에서는 목표달성이 힘들 것으로 보고 있다. 상하이 봉쇄 여파로 지난 2분기 성장률이 0.4%로 하락한 데 이어 전력난까지 겹쳐 중국 정부당국이 기준금리를 하향하고, 경기부양책을 연이어 발표하고 있지만, 골드만삭스는 중국의 올해 성장률 전망치를 기존 3.3%에서 3.0%로 하향했으며, 국제통화기금도 지난 4월 전망 4.4%에서 7월에는 3.3%로 하향하였다.

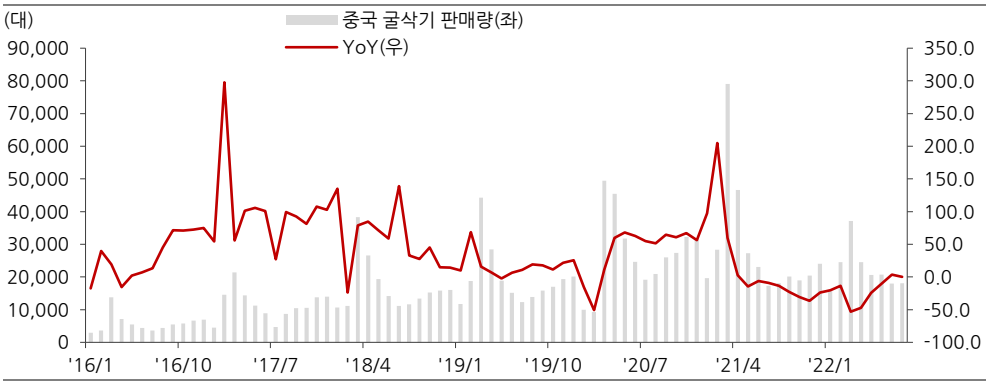
중국건설기계공업협회에서 발표한 굴삭기 판매량 추이를 보더라도 올해 8월 누적 기준 17.9만대로 전년동기대비 30.9%나 급감하였다. 이는 동사의 상반기 지역별 매출에서도 그대로 반영되어 상반기 중국지역 매출액이 506억원으로 전년동기(639억원)대비 20.8% 감소하였다.

진성티이씨 상반기 지역별 매출 추이 비교: **중국 YoY 20.8% 감소**



자료: 진성티이씨, 한국IR협의회 기업리서치센터

중국內 굴삭기 월별 판매량 추이



자료: 중국건설기계공업협회, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	**3,556**	**3,112**	**4,383**	**5,373**	**5,876**
증가율(%)	0.2	-12.5	40.8	22.6	9.4
매출원가	**2,929**	**2,584**	**3,685**	**4,352**	**4,771**
매출원가율(%)	82.4	83.0	84.1	81.0	81.2
매출총이익	**627**	**528**	**698**	**1,021**	**1,105**
매출이익률(%)	17.6	17.0	15.9	19.0	18.8
판매관리비	**328**	**298**	**445**	**547**	**595**
판관비율(%)	9.2	9.6	10.2	10.2	10.1
EBITDA	**389**	**328**	**355**	**593**	**634**
EBITDA 이익률(%)	10.9	10.5	8.1	11.0	10.8
증가율(%)	13.8	-15.6	8.1	67.1	6.8
영업이익	**299**	**230**	**253**	**473**	**510**
영업이익률(%)	8.4	7.4	5.8	8.8	8.7
증가율(%)	7.0	-23.1	9.9	87.2	7.7
영업외손익	**-3**	**-2**	**-13**	**1**	**-13**
금융수익	72	92	64	57	57
금융비용	85	101	68	43	43
기타영업외손익	10	6	-10	-13	-28
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	**296**	**228**	**239**	**475**	**496**
증가율(%)	7.7	-23.1	5.1	98.2	4.5
법인세비용	76	76	69	141	152
계속사업이익	220	152	171	334	344
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**220**	**152**	**171**	**334**	**344**
당기순이익률(%)	6.2	4.9	3.9	6.2	5.9
증가율(%)	1.5	-31.1	12.7	95.5	3.1
지배주주지분 순이익	220	152	171	334	344

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
유동자산	**1,717**	**1,754**	**2,518**	**3,090**	**3,500**
현금성자산	298	338	136	188	266
단기투자자산	14	7	3	4	5
매출채권	698	785	1,209	1,426	1,583
재고자산	649	561	1,097	1,383	1,549
기타유동자산	58	62	73	89	97
비유동자산	**1,038**	**1,047**	**1,089**	**1,072**	**1,099**
유형자산	924	884	929	913	944
무형자산	81	81	76	71	67
투자자산	10	50	54	57	59
기타비유동자산	23	32	30	31	29
자산총계	**2,755**	**2,800**	**3,608**	**4,162**	**4,599**
유동부채	**1,152**	**1,145**	**1,806**	**2,058**	**2,186**
단기차입금	490	392	629	629	629
매입채무	335	455	802	983	1,075
기타유동부채	327	298	375	446	482
비유동부채	**206**	**159**	**116**	**125**	**129**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	129	64	37	37	37
기타비유동부채	77	95	79	88	92
부채총계	**1,359**	**1,304**	**1,922**	**2,183**	**2,315**
지배주주지분	1,397	1,496	1,685	1,979	2,284
자본금	112	112	112	112	112
자본잉여금	339	339	339	339	339
자본조정 등	-158	-158	-158	-158	-158
기타포괄이익누계액	1	-5	48	48	48
이익잉여금	1,103	1,208	1,344	1,639	1,943
자본총계	**1,397**	**1,496**	**1,685**	**1,979**	**2,284**

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	**293**	**313**	**-199**	**196**	**270**
당기순이익	220	152	171	334	344
유형자산 상각비	87	93	97	115	120
무형자산 상각비	3	5	5	5	4
외환손익	13	19	5	0	0
운전자본의감소(증가)	-33	104	-561	-259	-199
기타	3	-60	84	1	1
투자활동으로인한현금흐름	**-156**	**-69**	**-115**	**-104**	**-152**
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	-3	-2
유형자산의 감소	6	2	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-108	-49	-92	-100	-150
기타	-54	-22	-24	-1	0
재무활동으로인한현금흐름	**13**	**-202**	**112**	**-40**	**-40**
차입금의 증가(감소)	65	-152	165	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-40	-40	-40	-40	-40
기타	-12	-10	-13	0	0
기타현금흐름	**-1**	**-2**	**-0**	**-0**	**-0**
현금의증가(감소)	**149**	**40**	**-202**	**51**	**78**
기초현금	149	298	338	136	188
기말현금	298	338	136	188	266

주요투자지표

	2019	2020	2021	2022F	2023F
P/E(배)	7.1	18.4	13.6	6.7	6.5
P/B(배)	1.1	1.9	1.4	1.1	1.0
P/S(배)	0.4	0.9	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	5.1	9.1	8.3	4.7	4.3
배당수익률(%)	2.9	1.6	1.9	2.0	2.0
EPS(원)	979	674	760	1,486	1,531
BPS(원)	6,213	6,655	7,495	8,803	10,157
SPS(원)	15,815	13,844	19,496	23,898	26,136
DPS(원)	200	200	200	200	200
수익성(%)					
ROE	16.9	10.5	10.7	18.2	16.2
ROA	8.4	5.5	5.3	8.6	7.9
ROIC	13.3	9.4	9.2	14.2	13.6
안정성(%)					
유동비율	149.0	153.2	139.4	150.1	160.1
부채비율	97.3	87.1	114.1	110.3	101.4
순차입금비율	29.9	14.4	37.3	29.1	21.8
이자보상배율	10.4	11.4	17.5	28.3	30.5
활동성(%)					
총자산회전율	1.4	1.1	1.4	1.4	1.3
매출채권회전율	4.7	4.2	4.4	4.1	3.9
재고자산회전율	5.8	5.1	5.3	4.3	4.0

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.)