

HD현대건설기계 — 인도 115%, 중국 18%

2026년 1월 인프라코어 흡수합병으로 전년 대비가 성립하지 않는다 — 전체 가동률은 40.29%다

- 회사가 공시에서 밝혔듯 2026-01-01 합병으로 전년 동기와 회사 구성이 다르다.
- 비교 가능한 측은 분기 대 분기뿐 — 영업이익률 8.27%(1Q26) → 10.23%(2Q26).
- 인도 법인 가동률 115.42%, 중국 법인 18.38% — 전체는 40.29%다.

전년 대비를 쓸 수 없는 반기

7월 29일 공시된 2Q26 잠정실적은 매출 2조 4,342억원, 영업이익 2,489억원이다. 전년 동기 대비 증가율은 매출 +151.5%, 영업이익 +522.3%로 표시되지만 이 숫자를 성장으로 읽어서는 안 된다.

회사가 공시에 직접 명시했다 — "2026년 1월 1일부로 HD현대인프라코어를 흡수합병하였으며, 당분기 실적에는 합병법인의 영업성과가 반영되어 있으나 전년동기 실적은 합병 이전 단독 기준으로 작성되어 있음을 투자판단에 참고하시기 바랍니다."

따라서 이 리포트는 YoY 증가율을 지표로 쓰지 않는다. 쓸 수 있는 비교는 분기 대 분기(1Q26 vs 2Q26), 그리고 합병 전 시계열(FY2025까지)이다.

QoQ로 보면 개선이다 — 매출 +5.6%, 영업이익 +30.5%로 이익률이 8.27% → 10.23%가 됐다. 합병 전 2025년 네 분기(3.53~5.85%)보다 높지만 회사 구성이 달라 직접 비교는 아니다(표 1).

인도는 만재 초과, 중국은 5분의 1

FY2025 글로벌 생산기지 가동률의 편차가 크다 — 인도 법인 115.42%(전년 109.58%)로 만재를 넘어선 반면 중국 법인은 35.63% → 18.38%로 17.25%p 떨어졌다. 전체 가동률은 46.15% → 40.29%로 설비의 절반도 돌지 않는다(표 2).

두 지역이 정반대로 움직였다. 다만 법인별 생산능력·매출이 카드 범위에 없어 격차가 실적에 미치는 크기는 계량하지 않았다 — 인도가 만재라도 규모가 작으면 전체를 끌지 못한다. 판매가격은 3개 모델 모두 올랐다(HX320A 199 → 204 등) — 물량이 아니라 단가에서 지지가 있었다.

수출 91.4%, 그리고 감사지연 63일

FY2025 매출은 수출 3조 4,504억원(+9.3%), 내수 3,261억원(+16.0%)으로 수출 비중이 91.4%다. 건설기계 제품 매출은 2조 6,308억원 → 2조 9,911억원(+13.7%)이다.

다만 합병 전 마지막 해의 손익은 정체였다 — 매출 3조 4,381억원 → 3조 7,765억원(+9.8%)인데 영업이익은 1,904억원 → 1,709억원(-10.2%)으로 영업이익률이 5.54% → 4.53%로 내려갔다. 순이익은 860억원 → 870억원으로 제자리다(표 3).

현금도 줄었다 — 영업활동현금흐름 -36.3%로 CAPEX를 빼면 115억원만 남는다(전년 728억원). 다만 현금전환주기는 140.1일 → 130.1일로 짧아졌다.

⚠ 커진 신호는 감사보고서 법정기한 63일 초과 1건으로 이번 작업 최장이며, 2026년 6월 2일 [기재정정] 분기보고서도 제출됐다. 합병 회계 처리와 관련했을 수 있으나 사유가 공시 요약에 없어 단정하지 않는다. 표시점수 100점·A+는 정량 지표가 양호한 결과이며 공시 지연은 점수에 크게 반영되지 않는다.

환원은 두텁다 — 10년 12건 중 8건이 최근 3년이고 회식 공시는 0건이다(최근 2026-02-24 자기주식소각). PER 24.24배(24%)·PBR 1.33배(16%)로 배수는 낮다.

국면 판단

**합병 원년
지역 편차 확대**

현재주가 (26/08/07)

138,100원

목표주가

제시하지 않음

투자자문업이 아니므로 투자 의견·목표주가를 산출하지 않는다.

1순위 점검 지표

**전체 가동률
(46.15% → 40.29%)**

Key Data

시가총액	6.6조원
PER / PBR	24.2배(201사 중 24%) / 1.33배
외국인 / 공매도잔고	16.9% / 0%
부채비율(FY2025)	86.6%
수출 비중(FY2025)	91.4%
위험신호 / 표시점수	1건(감사지연 63일) / 100점 A+

영업실적 및 주요 지표

구분	2023	2024	2025	1H26*
매출액(억원)	38,250	34,381	37,765	47,390
영업이익(억원)	2,572	1,904	1,709	4,396
영업이익률(%)	6.72	5.54	4.53	9.28
순이익(억원)	1,275	860	870	3,546
영업활동현금흐름	3,182	2,606	1,660(-36.3%)	2,116
CAPEX / CFO-CAPEX	1,292 / +1,890	1,878 / +728	1,545 / +115	주p
현금전환주기(일)	133.7	140.1	130.1	주p

*1H26은 합병법인 기준이라 FY2025까지와 회사 구성이 다르다 — 시계열로 이어 읽지 않는다. 7/29 연결 잠정치(감사 전). 주p 잠정실적 공시에는 재무상태표·현금흐름표가 없다.

표 1. 비교 가능한 측은 분기 대 분기뿐 (단위: 억원, %)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26*	2Q26*	QoQ
매출액	9,068	9,677	9,547	9,473	23,049	24,342	+5.6%
영업이익	417	400	558	334	1,907	2,489	+30.5%
영업이익률(%)	4.60	4.13	5.85	3.53	8.27	10.23	+1.96%p
순이익	257	6	423	184	1,739	1,807	+3.9%
⚠️ *2026년부터 합병법인 기준이다 — 회사가 "전년동기 실적은 합병 이전 단독 기준"이라고 공시에 명시했으므로 YoY 증가율(매출 +151.5%, 영업이익 +522.3%)을 성장으로 읽어서는 안 된다							
1H26 누계	매출 47,390억 · 영업이익 4,396억(이익률 9.28%) · 세전 4,693억 · 지배주주 순이익 3,544억 — 모두 합병법인 기준						

주: 2026년 1월 1일 HD현대인프라코어 흡수합병으로 회사의 범위가 바뀌었다 — 본 리포트는 YoY 증가율을 지표로 쓰지 않고 QoQ와 합병 전 시계열(FY2025까지)만 사용했다. 합병 전 2025년 네 분기 이익률(3.53~5.85%)과 합병 후(8.27%~10.23%)의 차이도 회사 구성이 달라 직접 비교가 아니다. 합병 조건·이전 대가는 공시 요약 범위에 없어 다루지 않았다. 자료: 연결재무제표기준 영업(잠정)실적 공정공시(20260729800368)·[기재정정]분기보고서(2026.03, 20260602000487)

표 2. 가동률의 극단 (단위: %, %p)

구분	2024	2025	증감	
인도 법인	109.58	115.42	+5.84%p(만재 초과)	
중국 법인	35.63	18.38	-17.25%p(5분의 1)	
전체 가동률	46.15	40.29	-5.86%p(절반 미만)	
두 지역이 정반대 방향으로 움직였고 전체는 설비의 절반도 돌지 않는다				
판매가격 지수	HW155A 160 · HX220A 159 · HX320A 199		165 · 165 · 204	3개 모델 모두 상승

주: 법인별 생산능력·매출이 카드 범위에 없어 가동률 격차가 실적에 미치는 크기는 계량하지 않았다 — 인도가 만재라도 규모가 작으면 전체를 끌지 못하고, 중국 저가동이 손실로 이어지는지도 부문 손익이 없어 확인하지 않았다. 전체 가동률 40.29%는 생산능력 대비 실적이므로 설비 조정으로도 변한다. 판매가격 지수는 회사가 산정한 기준 시점 대비 상대 지수이며 절대 단가가 아니다. 자료: 사업보고서(2025.12) 생산능력·가동률·판매가격

표 3. 합병 전 마지막 해와 자본배분 (단위: 억원, %)

구분	2023	2024	2025
매출액	38,250	34,381	37,765(+9.8%)
영업이익	2,572	1,904	1,709(-10.2%)
영업이익률(%)	6.72	5.54	4.53
수출 / 내수	-	31,570 / 2,811	34,504(+9.3%) / 3,261(+16.0%)
매출은 늘고 이익은 줄었다 — 수출 비중 91.4% · 영업활동현금흐름 -36.3%로 CAPEX 차감 후 115억원만 남았다			
자본배분(10년)	희석 0건 · 환원 12건(배당 6·주식소각 4·자기주식소각 1·취득 1), 8건이 최근 3년 · 최근 2026-02-24 자기주식소각		
⚠️ 공시	감사보고서 법정기한 63일 초과 · 2026-06-02 [기재정정]분기보고서 · 2026-07-29 [기재정정]주식소각결정		

주: 합병 전 마지막 해에 매출이 9.8% 늘고 영업이익은 10.2% 줄었다 — 원가·부문 내역이 공시 범위에 없어 이익률 하락(5.54% → 4.53%)의 출처는 특정하지 않았다. ⚠️ 감사보고서 63일 지연과 두 건의 기재정정은 합병 회계 처리와 관련됐을 가능성이 있으나 사유가 공시 요약에 없어 단정하지 않는다. 표시점수 100점·A+는 정량 지표가 양호한 결과이며 공시 일정 지연은 점수에 크게 반영되지 않는다는 점을 함께 기록한다. 자료: 사업보고서(2025.12) 연결재무제표·지역별 매출, 10년 공시 이력, KRX 시세(2026-08-07)

점검 지표

1순위는 전체 가동률이다. 46.15% → 40.29%로 설비의 절반도 돌지 않고, 인도(115.42%)와 중국(18.38%)의 격차가 계속 벌어지는지가 이 회사의 지역 전략을 보여준다 — 합병 후에는 인프라코어 설비까지 포함되므로 다음 사업보고서에서 기준이 바뀔다는 점도 함께 본다. 두 번째는 분기 영업이익률이다. 합병 후 8.27% → 10.23%로 올라섰는데 합병 시너지인지 계절성인지는 3분기가 세 번째 점을 준다. 세 번째는 감사보고서 지연(63일)의 해소 여부다. 두 건의 기재정정과 함께 있으므로 다음 정기공시 일정으로 확인한다. YoY 증가율은 합병으로 회사 구성이 달라져 사용하지 않는다.

고지

본 자료는 투자자문·투자권유가 아니며 투자자의견·목표주가·추정 실적을 산출하지 않는다. 투자 판단의 책임은 이용자 본인에게 있다. 모든 수치는 DART 제출 공시와 한국거래소 시세에서 인용했고 외부 전망치·제3자 추정치는 쓰지 않았다. 분석과 판단은 전부 자체 산출이다. 근거 공시: 사업보고서(2025.12) · [기재정정] 분기보고서(2026.03, 20260602000487) · 연결재무제표기준 영업(잠정)실적 공정공시(20260729800368).

한계: ① 2026-01-01 흡수합병으로 회사 구성이 달라져 YoY 증가율을 지표로 사용하지 않았다. ② 1H26은 감사 전 잠정치다. ③ 법인별 생산능력·매출이 카드 범위에 없어 가동률 격차의 실적 영향을 계량하지 않았다. ④ 부문·지역별 손익이 공시되지 않아 중국 저가동의 손실 여부를 확인하지 않았다. ⑤ 합병 조건·이전 대가와 합병 회계 처리 내역이 요약 범위에 없어 다루지 않았다. ⑥ 감사보고서 지연 사유가 공시되지 않아 원인을 단정하지 않았다.