

진성티이씨 (036890)

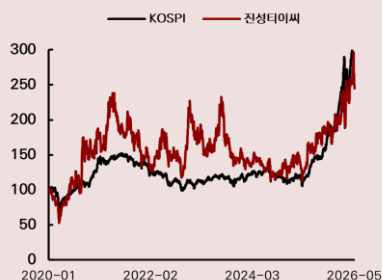
BUY

목표주가 29,000
현재주가 17,300
상승여력 68%

Stock Information

시가총액	3,812억원
발행 주식 수	2,203만주
유동주식비율	54.6%
52주 최고가	21,100원
52주 최저가	9,310원
외국인 지분율	11.7%
KOSPI	7,516.0
KOSDAQ	1,111.1

Price Trend



KUVIC Research Team 4

메일 kувic_korea@naver.com

팀장	44기 Senior 김민재
팀원	44기 Senior 김서정
팀원	45기 Junior 문진우
팀원	45기 Junior 윤지승
팀원	45기 Junior 장나영
팀원	45기 Junior 채영석

Who We Are



진성이 진짜예요

투자의견 'Buy', 목표주가 '29,000원'

본 리서치 팀은 EV/EBITDA에 따라 목표주가 29,000원, 상승여력 68%로 매수 의견을 제시한다. 동사의 2026년도 매출액과 영업이익은 각각 5,645억원, 575억원으로 전망한다.

투자포인트 1. 건설시장 사이클에 기계 수요 급증

글로벌 지정학적 위기 장기화와 AI 데이터센터발 전력난이 촉발한 에너지 인프라 트렌드는 건설·중장비 시장의 수요 증가를 견인하고 있다. 글로벌 에너지 지출액은 22년 러우 전쟁을 기점으로 해마다 증가하고 있으며, 이에 따라 전력망 및 부지 조성을 위해 필수적으로 투입되는 토목 장비와 그 부품 수요 역시 비례하여 급증하는 추세다.

특히 동사는 글로벌 1위 캐터필러(Caterpillar)를 필두로 존디어, 히타치 등 주요 장비 제조사 대다수를 고객사로 확보하고 있어, 이번 사이클의 핵심 부품사로서 수혜를 누릴 전망이다. 특정 지역이나 단일 브랜드의 점유율 경쟁에 노출돼 입지가 제한적인 OEM과 달리, 글로벌 주요 전방사에 전방위적으로 납품하는 사업 구조를 통해 글로벌 건설기계 시장의 전체 파이를 흡수할 수 있으리라 판단된다.

투자포인트 2. 태국 신공장 CAPA 확장, 신제품 기대

동사는 2026년 상반기 태국 신공장 가동 예정으로 기존 CAPA 5,000억원에서 2030년 8,000억원으로 확대할 전망이다. CAPA 확대 시, 기존 부품 생산 실적 315만 EA에서 2030년 최대 505만 EA 수준까지 약 60% 이상 성장하여, 하부주행체 부품의 주요 공급사인 동사가 전방사들의 수요를 큰 어려움 없이 지지할 것으로 보인다. 또한 캐터필러와의 신제품 리버트랙 계약이 본격화됨에 따라, 2027년 694억(전사 매출의 약 10%)원의 신규 매출액이 추가로 인식될 수 있다.

투자포인트 3. 러우 전쟁, 이란 전쟁 복구 기대감

러우 전쟁, 중동 지역의 재건 가능성이 거론되면서, 건설 장비 및 핵심 부품 밸류체인 전반에 수혜 기대감이 형성되고 있다. 주요 기관 발표에 따른 2026년 기준 러우 전쟁 재건 필요 총액은 \$588B이며, 이란 전쟁 재건에 쓰일 건설 장비 총 필요액만 26E \$23B, 27E \$18B로 예측된다. 이러한 전후 복구 수요가 글로벌 주요 장비 제조사들의 대규모 수주로 직결됨에 따라 부품사들의 낙수효과로 이어질 전망이다.

Earnings and valuation metrics

계산기 (12월)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액 (십억원)	391	464	565	680	735
YoY (%)	-20	19	22	20	8
영업이익 (십억원)	24	48	58	85	94
YoY (%)	-38	100	21	47	11
영업이익률 (%)	6	10	10	12	13
당기순이익 (십억원)	21	33	46	68	75
EPS (원)	932	1,461	2,289	3,379	3,709
P/E (배)	23.9	15.3	10.9	7.4	6.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 당기순이익

자료: KUVIC Research 4팀

CONTENTS

Summary	3
산업분석	4
기업분석	7
투자포인트	10
Point 1. 건설시장 사이클 도래로 인한 기계 수요 급증	
Point 2. 러·우 전쟁, 이란 전쟁 복구 기대감	
Point 3. 태국 공장 증설로 CAPA 확장, 신제품 매출 기대	
투자리스크	14
밸류에이션	15
Appendix	23

Summary

표 1. 주요 매출액 및 이익 테이블

(단위: 억원)	2026E			2027E			2028E		
	Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull
매출액	4,670	5,645	6,254	5,475	6,799	7,521	5,601	7,347	8,457
YoY	1%	22%	35%	17%	20%	20%	2%	8%	12%
건설중장비 부품(기준)	4,670	5,645	6,254	4,781	6,105	6,827	4,907	6,405	7,240
러버트랙	0	0	0	694	694	694	694	942	1,216
영업비용	4,379	5,069	5,502	5,014	5,951	6,464	5,169	6,404	7,190
영업이익	291	575	752	461	848	1,058	432	943	1,266
영업이익률	6%	10%	12%	8%	12%	14%	8%	13%	15%
순이익	238	460	600	374	680	845	342	746	1,002
순이익률	5%	8%	10%	7%	10%	11%	6%	10%	12%

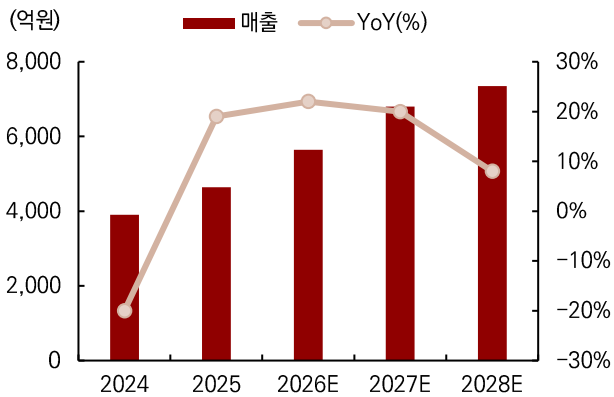
자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

표 2. 진성티씨 밸류에이션 테이블

구분	내용	비고
2027E EBITDA (억원)	1,127	
목표 배수 (배)	6.1	동사 과거 호황(17-19) 시기의 평균 EV/EBITDA에 15% 할인 적용
2027E EV (억원)	6,833	
목표 시가총액 (억원)	6,973	
발행 주식 수 (주)	22,032,623	
할인율 (%)	11.0	
목표 주가 (원)	29,000	28,509원의 조정가액
현재 주가 (원)	17,300	
상승여력	68%	

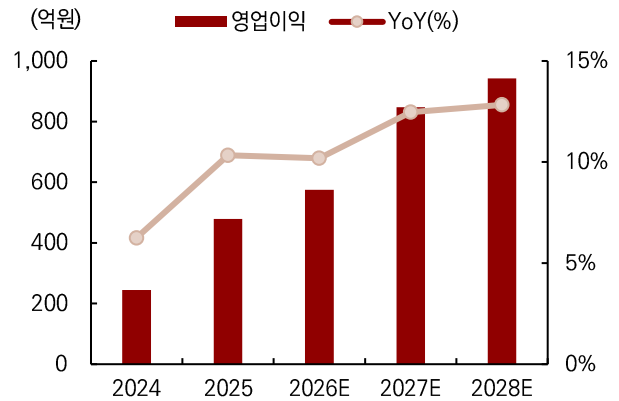
자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

그림 1. 매출액 추이 및 전망



자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

그림 2. 영업이익 추이 및 전망



자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

산업분석

건설기계, 2년의 조정 이후 다시 열리는 수요

다시 돌아온 건설기계 사이클

건설기계 산업은 시클릭 산업

건설기계는 금리·인프라 예산·원자재 가격에 직접 노출되는 대표적인 **시클릭 산업**이다. 굴삭기·로더·도저·롤러 등은 주거/비주거 건설, 인프라 건설, 광산 개발에 투입되며, 장비 가격이 높아 리스·렌탈 비중이 크다는 점에서 금리에 특히 민감하다. 고금리 국면에서는 렌탈사·딜러의 신규 매입이 지연되고, 금리 부담이 완화되면 신규 발주가 재개되는 패턴이 반복된다.

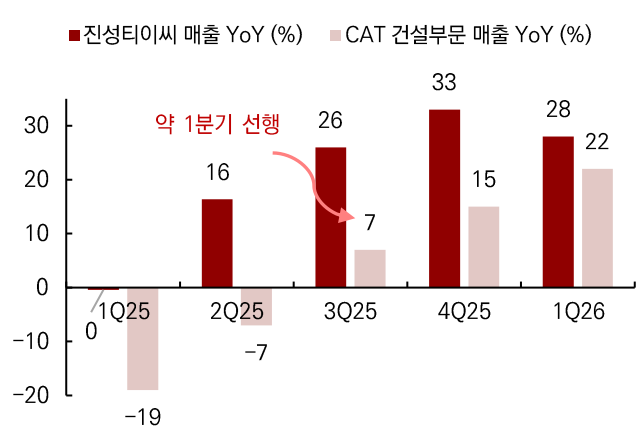
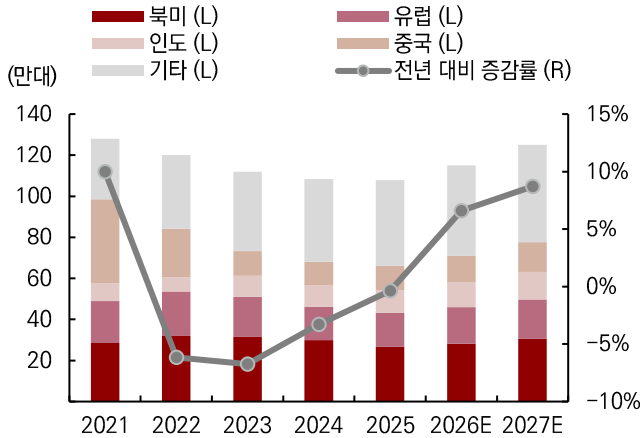
5년 확장과 2년 조정의 반복

업계에서는 **통상 5년 내외의 확장기와 2년 내외의 조정기가 반복되는** 것으로 본다. 사이클을 만드는 핵심 변수는 2가지다. ① 통상 8,000~12,000시간의 장비 교체 주기에 따른 실수요 변동, ② 달러 재고 흐름에 따른 채찍효과. 리테일 수요가 둔화되면 달러 재고가 먼저 쌓이고 OEM 생산이 줄어든다. 반대로 재고 조정이 끝나면 수요가 일부만 회복되어도 달러가 재고를 다시 채우는 과정에서 **생산량이 먼저 급증**한다.

2022~2024년은 글로벌 고금리, 주택경기 둔화, 달러 재고 부담이 겹친 조정기였다. 2024년부터 달러 재고 조정이 진행되면서, 2026년에는 전방 수요 회복이 장비 판매량 증가로 직접 연결될 가능성이 높아지고 있다. Off-Highway Research에 따르면 북미를 중심으로 지역별 판매량 회복 전망이 가시화되었으며, 이는 산업이 **재고 축소 국면에서 재고 확보 국면으로 전환되고** 있음을 시사한다.

그림 3. 지역별 건설기계 판매수 추이 및 전망

그림 4. 분기별 매출 YoY: 진성티씨 vs 캐터필러(CAT) 건설부문



자료: Off-Highway Research, KUVIC 리서치 4팀

자료: Caterpillar, 진성티씨, KUVIC 리서치 4팀

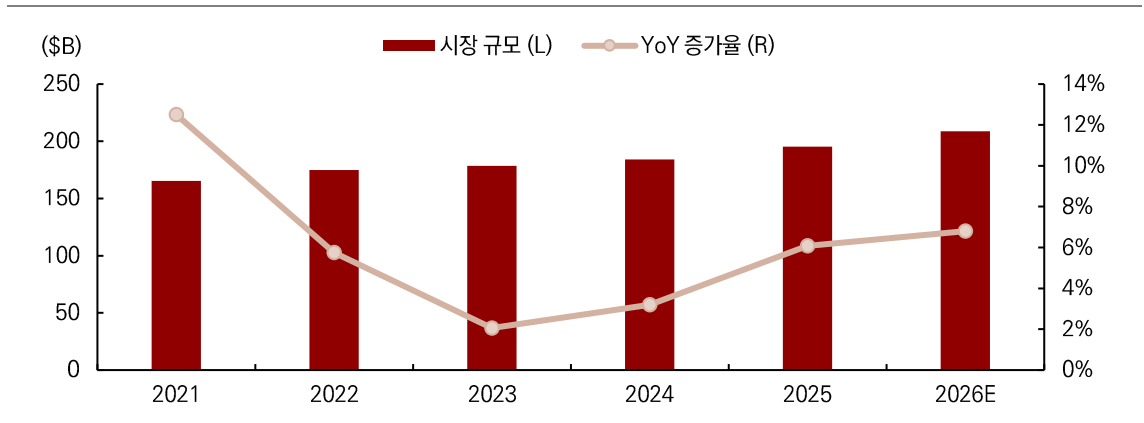
OEM 출하량보다 부품사 매출이 약 1분기 선행

이 전환 메커니즘에서 가장 먼저 수혜를 받는 것은 OEM이 아닌 부품사다. OEM 생산이 회복하려면 부품 재고부터 채워져야 하며, 부품사 매출은 OEM 출하량에 약 1분기 선행한다. [그림 4]의 2025년 실적에서 확인할 수 있듯, 2Q25에 캐터필러 건설부문 매출은 여전히 YoY -7%로 역성장 중이었던 반면, **진성티씨는 같은 분기에 매출 +16.4%, 영업이익 +136.1%로 본격 반등**했다. CAT 건설부문 매출이 플러스로 전환한 시점은 3Q25(+7%)로, 진성티씨가 약 1분기 선행한 것이 분기 공시 데이터로 직접 입증된다.

이번 사이클은 다른 이유 - 비주거 건설의 구조적 부상

이번 회복의 핵심은 단순히 주택경기 반등에 그치지 않는다는 점이다. 과거 건설기계 수요는 주택·상업 건축·도로 등 전통 건설투자에 좌우되었으나, 현재는 ① 미국 리쇼어링·IIJA, ② AI 데이터센터, ③ 핵심 광물 개발이라는 세 가지 구조적 동인이 동시에 작동하고 있다.

그림 5. 글로벌 건설기계 시장 규모 및 전망



자료: Grand View Research, KUVIC 리서치 4팀

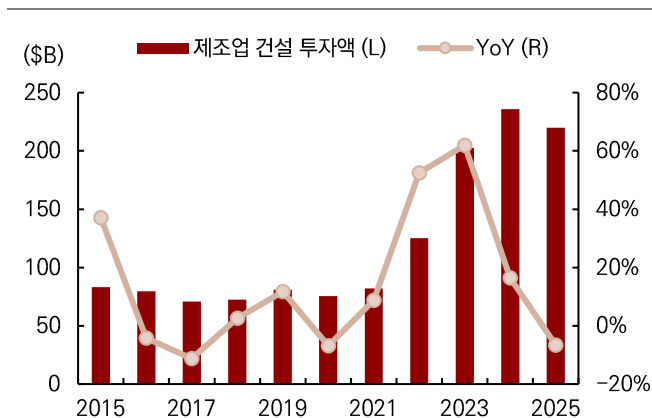
1) 미국 리쇼어링·IIJA - 다년 인프라 사이클

제조업 건설투자액
2022 대비 1.56배

2026년 미국 제조업 건설투자는 올해 1월 기준 \$195.3B로 예상되어 2024년 \$235.7B였던 고점 대비 약 17.1% 조정되었으나, 여전히 **2022년의 약 \$125B 대비 1.56배 수준으로 높게 유지되고 있다.** 즉 단기 모멘텀은 둔화됐으나 구조적 투자 수준은 여전히 견고하다.

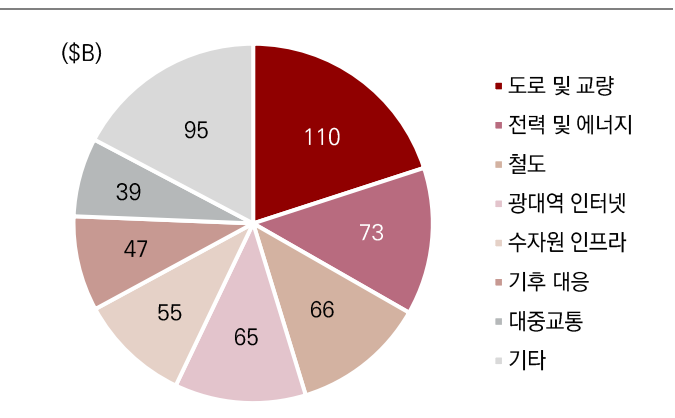
제조업 리쇼어링은 공장 한 동을 짓는 일회성 이벤트가 아니다. 반도체·2차전자·전기차·방산·전력장비 등 전략 산업의 생산기지가 미국 내로 이동하면 **부지 조성 → 공장 건설 → 도로 연결 → 전력 인입 → 물류망 확충**이 동시에 발생한다. 여기에 지난 2021년 말 서명된 IIJA(미 인프라 투자 및 일자리법)를 통해 총 \$1.2T 규모의 교통 및 인프라 지출이 승인됐고, 이 중 \$550B가 신규 투자 및 프로그램으로 배정되었다. 이를 통해 도로·교량·철도·전력망 등 전통 인프라 투자가 장기간 집행될 예정이므로 **미국 건설기계 수요의 하방은 다년간 지지될 것으로 기대된다.**

그림 6. 2015~2025년 미국 제조업 건설 투자 추이



자료: U.S. Census Bureau, KUVIC 리서치 4팀

그림 7. IIJA 신규 투자 부문별 지출 내역



자료: Dentons, KUVIC 리서치 4팀

2) AI 데이터센터 - 단순 건축이 아닌 인프라 패키지

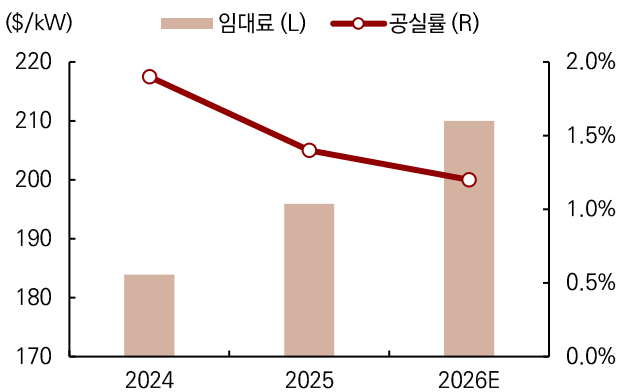
북미 데이터센터, 사상 최저 공실률 & 공급 지속 증가

데이터센터는 대규모 전력 설비·냉각·비상 발전·변전 설비를 포함하는 고집약 인프라이며, AI 학습·추론 수요 증가로 북미 시장 수요가 공급을 앞지르고 있다. **2025년 북미 주요 데이터센터 시장 공실률은 1.4%로 사상 최저, 공급은 전년 대비 36% 증가한 9,432MW에 도달했다.** 2025년 말 북미 착공 중 용량은 5,994.4MW로 2024년의 6,350.1MW 대비 소폭 감소했으나, 이는 수요 둔화가 아닌 전력 조달·인허가·부지 확보 병목에 따른 속도 조절로 해석하는 것이 타당하다. 즉, 데이터센터 건설 수요는 단기 변동에도 다년에 걸쳐 견조한 모멘텀을 유지할 전망이다.

단순 건축보다 넓은 장비 투입 범위

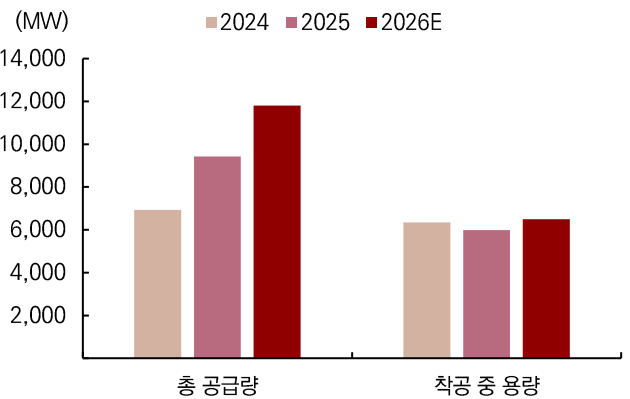
데이터센터와 제조업 공장 건설은 부지 조성·토목 공사·도로 및 배관 공사를 동반하며, 전력망·발전기·변전설비 등 부대 인프라 투자까지 확보되기 때문에 단순 건축보다 장비 투입 범위가 넓다. 즉 **굴삭기·로더·도저 등 토목 장비의 수요가 자연스럽게 동반 증가한다.** 예컨대 전기 케이블·수도관·가스관 등 지하 인프라를 설치하는 '유틸리티 트렌치' 굴착 작업에서는 길이가 길고 폭이 좁아 소형 굴착기나 로더가 작업 현장에 집중 투입된다.

그림 8. 북미 데이터센터 임대료 및 공실률 추이



자료: CBRE, KUVIC 리서치 4팀

그림 9. 북미 데이터센터 공급량 및 착공 중 용량 추이



자료: CBRE, KUVIC 리서치 4팀

3) 핵심 광물 개발 - 대형 장비 믹스 개선

2030년까지 광물 수요 확장, 대형 장비 비중 동반 확대 기대

최근 전기차·배터리·재생에너지 전환에 따라 리튬·흑연·구리·니켈 등 핵심 광물 수요가 빠르게 증가하고 있다. IEA STEPS 시나리오 기준 2030년 광물 수요는 2024년 대비 **리튬 +137%, 흑연 +67%, 니켈 +33%, 구리 +17% 수준으로 확장될 전망이다.**

표 3. 2024년 & 2030년 글로벌 핵심 광물 수요 비교

광물	2024년 수요	2030년 수요 전망	2024년 대비 증가율
구리 (Cu)	26.5 Mt	31.0 Mt	16.98%
리튬 (Li)	190 kt	450 kt	136.84%
니켈 (Ni)	3.3 Mt	4.4 Mt	33.33%
코발트 (Co)	230 kt	310 kt	34.78%
흑연 (Graphite)	4.5 Mt	7.5 Mt	66.67%
희토류 (REE)	92 kt	121 kt	31.52%

자료: IEA, KUVIC 리서치 4팀

광물 채굴은 채굴량이 매우 크고, 암석과 토사가 단단하므로 대형 굴삭기·덤프트럭·도저 등 광산 전용 장비를 필요로 하며, 광산 Capex 1건당 건설기계 수요 규모가 일반 건설 프로젝트 대비 크다. 때문에 **광산업의 회복은 단순 장비 판매량 증가뿐 아니라 대형 고부가 장비 비중의 확대에도 영향을 끼칠 수 있다.** 실제로 캐터필러의 Resource Industries(광산부문) 4Q25 매출이 YoY +13% 증가하며 광물 사이클 회복 시그널을 보내고 있다.

기업분석

기업개요

롤러·아이들러
글로벌 1위

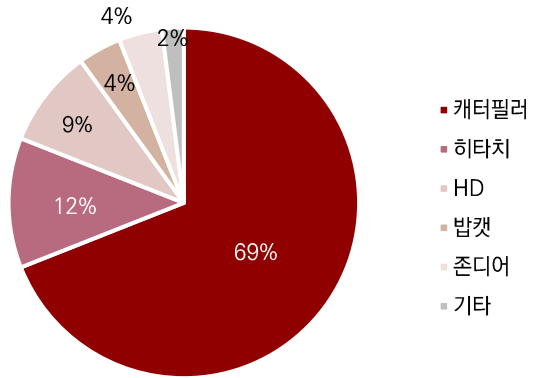
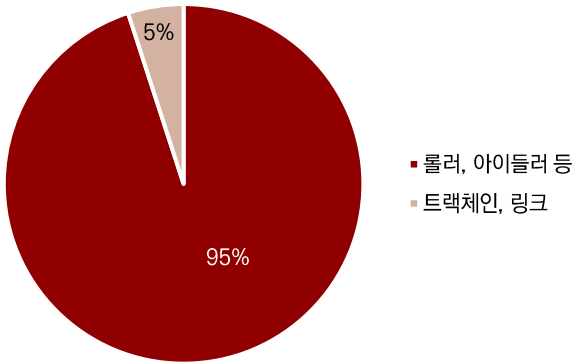
동사는 1975년 설립된 건설중장비 하부주행체 부품 전문 제조사다. 1998년 글로벌 1위 OEM 캐터필러와 첫 거래를 시작으로, HD현대인프라코어·볼보건설기계·두산밥캣·존디어·히타치 등 글로벌 톱티어 OEM에 부품을 공급해 온 **글로벌 롤러·아이들러 시장 단독 1위(M/S 약 30%) 업체**다.

CAT 의존도 69%,
비-CAT
다변화 진행

2025년 기준 매출 비중은 ① 제품: 롤러·아이들러 중심의 하부주행체 부품, ② 고객: 캐터필러 69% / 비-CAT 31%, ③ 지역: 미주·아시아 위주의 수출 매출 90% 이상 구조다. CAT 단일 고객 의존도는 강점이자 리스크지만, **미국 조지아 공장의 두산밥캣 전용 라인 가동과 2026년 말~2027년 초 존디어 신모델 공급 개시로 점진적 다변화가 진행 중**이다.

그림 10. 제품별 매출 비중 (2025)

그림 11. 고객사별 매출 비중 (2025)



자료: 진성티씨, KUVIC 리서치 4팀

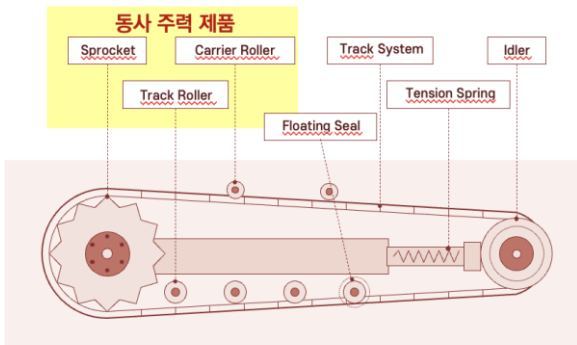
자료: 진성티씨, KUVIC 리서치 4팀

하부주행체 =
장비 원가의 20%

하부주행체(Undercarriage)는 굴삭기·불도저 등 무한궤도 장비에서 본체 하중을 지지하고 주행을 담당하는 필수 구조체로 장비 전체 원가의 약 20%를 차지한다. 동사는 그 중 ① **Track Roller(트랙 하중 지지)**, ② **Carrier Roller(트랙 처짐 방지)**, ③ **Front Idler(트랙 장력 유지)**를 **핵심 제품으로 생산**하며, ④ Sprocket·트랙 링크 등 일부 부품도 거점별로 함께 생산한다. 롤러·아이들러 시장 자체가 파편화된 글로벌 시장임에도, 동사는 단독 30% M/S로 1위를 확보한 상태다.

그림 12. 하부구동체 구조와 동사의 주력 제품

그림 13. 진성티씨 롤러/아이들러 제품 사진



Excavator용 Carrier Roller

Dozer용 Idler

자료: KUVIC 리서치 4팀

자료: 진성티씨, KUVIC 리서치 4팀

동사의 3중 진입장벽

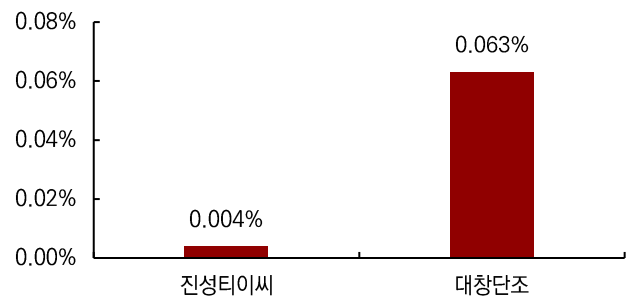
1) CAT 파트너십: 사실상의 Lock-in

CAT 외주의
30~35% 점유

1998년 첫 거래 이래 28년 공급을 이어왔고, 5년 연속 'Caterpillar Supplier of the Year(SOY)' 수상이라는 글로벌 최상위 등급 트랙레코드를 보유한다. 2020년 체결된 공급 계약은 지역 소요량 80% 보장 + 만기 자동 연장 조건으로, 동사는 캐터필러 글로벌 롤러·아이들러 외주 물량의 약 30~35%를 점유한다. 캐터필러의 부품 협력사 등록은 통상 3~5년의 품질 검증을 요구하는데, 동사는 이미 **28년의 가동 실적을 보유해 사실상의 Lock-in 상태**다. 한편 CAT 의존도 69%는 양면적이지만, 조지아 공장 두산밥캣 라인 + 2027년 존디어 신모델 공급 개시로 비-CAT 매출이 확대되는 구조다.

그림 14. CAT 협력 & 신규 라인 연혁

그림 15. 매출액 대비 판매보증충당부채 비율



자료: 진성티씨, KUVIC 리서치 4팀

자료: 진성티씨, KUVIC 리서치 4팀

2) 0.004%의 위업 - 수직 통합 품질

충당부채 비율
0.004%,
대창단조 대비 1/16

롤러 내구성의 핵심은 플로팅셀(롤러 1개당 32~40개 내장)이며, HRC 60~66 수준 균일 경도 구현이 관건이다. 동사는 로봇 자동화 열처리 + 특수 고주파 기술을 도입했고, 핵심 부품의 수직 내재화로 일관된 품질 통제를 확보했다. 그 결과 **2025년 매출액 대비 판매보증충당부채 비율은 0.004%로, 외주 중심 구조인 대창단조(0.063%) 대비 약 1/16 수준**이다. 이는 현장 하자율 격차를 입증하는 정량 지표다.

3) 글로벌 멀티-로컬 생산 + 태국 신공장

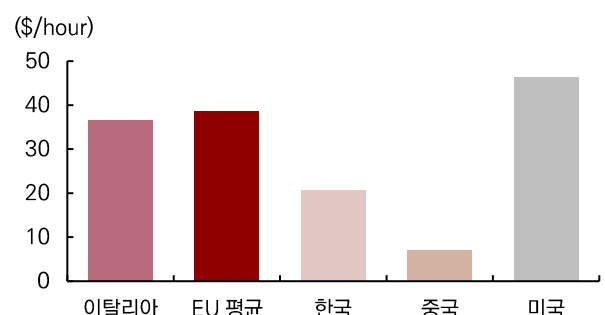
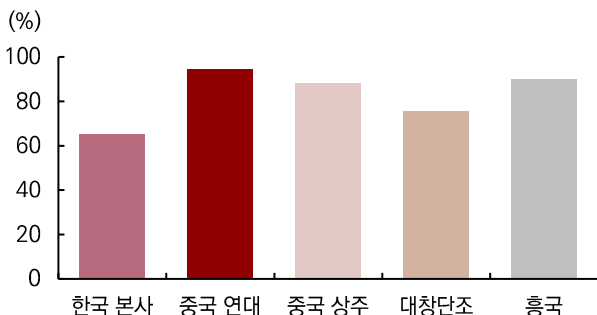
5개국 멀티-로컬,
관세 우회 + 인건비
1/1.8

한국 평택, 중국 연대·상주, 미국 조지아, 태국 신공장 등 5개국 거점에서 글로벌 OEM 현지 공장에 직접 공급하는 멀티-로컬 구조다. 이는 미·중·EU 간 관세를 우회하는 핵심 능력으로, 사이클 회복기에 동사 거점은 풀가동에 근접한 반면 유럽 경쟁사 Berco·ITM은 고비용 구조에 따른 생산 축소·구조조정으로 가동률 격차가 크게 벌어진 상태다.

여기에 한국 본사·평택 공장의 인건비 베이스는 2025년 시간당 \$20.6로 이탈리아(\$36.5)의 약 1/1.8 수준이다. 즉, 동사는 더 잘 굴리면서 더 싸게 굴리는 이중 우위에 있다.

그림 16. 2025년 진성티씨 거점과 경쟁사 가동률 비교

그림 17. 2025년 제조업 시간당 인건비 비교

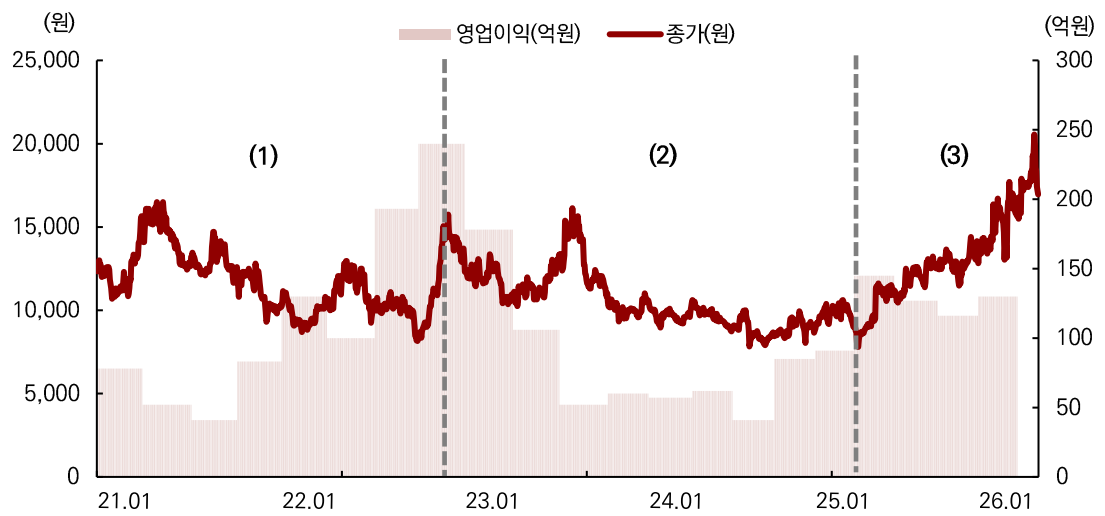


자료: 진성티씨, KUVIC 리서치 4팀

자료: Eurostat, U.S. BLS ECEC, 고용노동부, NBS China, KUVIC 리서치 4팀

주가 추이 분석

그림 18. 주가 추이



자료: KUVIC 리서치 4팀

(1) 2021년~2022년 말: 실적 피크와 기대감 선반영

광산 회복
기대감 선반영,
실적은 1년 후행

2021년에 주가가 12,000~16,000원 고점을 형성했으나, 실제 영업이익은 낮은 수준으로 나타났다. 이는 코로나 19 이후 각국의 경기부양책과 광산경기 회복 기대감이 실적보다 먼저 주간에 반영된 것으로 해석된다. 이후 2022년 영업이익이 663억원(+162% YoY)을 기록하며 최고 실적을 달성했다. 그러나 주가는 이미 2021년에 선반영된 상태이므로 이 시기에는 오히려 조정을 받거나 횡보했다.

(2) 2023년~2024년 말: 건설기계 업황 둔화에 따른 하락

전방 재고조정 +
8,000~11,000원
박스권

미국·유럽의 고물가·고금리 기조 지속, 중국 부동산 경기 하락, 유럽·중동 분쟁 등으로 인해 캐터필러와 같은 동사의 주요 고객사의 재고 조정이 이루어졌다. 이는 동사의 실적 악화로 이어지며 ‘역성장’ 구간으로 나타났다. 따라서 영업이익이 크게 감소했으며, 주가도 이에 반응해 8,000~11,000원대 좁은 박스권에 갇혀 뚜렷한 방향성 없이 장기간 횡보했다.

(3) 2025년~2026년 초: 실적 턴어라운드와 주가 급등

OP 전년비
2배 반등,
신고가 20,000원선

2025년에 들어서며 영업이익이 회복되기 시작해 전년 대비 거의 2배 수준으로 급반등했다. 주가 또한 2025년 하반기부터 가파르게 상승해 현재는 20,000원선 위로 수직 상승해 신고가 수준에 도달했다. 이는 미국 정부의 대규모 인프라 투자 활성화와 금리 인하 기조가 건설기계 수요를 끌어올렸고, 관세 불확실성에 따른 선수요 확대 효과가 더해진 것이다. 2021년~2022년과 달리, 업황 회복과 실적 개선이 동시에 발생했다.

투자포인트

Point 1. 건설시장 사이클 도래로 인한 기계 수요 급증

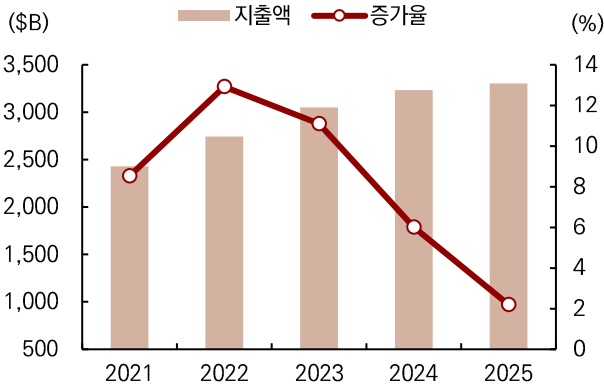
1) 지정학적 위기 + AI 전력난, 글로벌 에너지 인프라 투자의 슈퍼 사이클

건설시장 업황 개선
AI 데이터센터,
에너지 인프라
건설 수요 급증

최근 중동발 지정학적 위기로 글로벌 에너지 공급망 불안이 고조됨에 따라, 주요 선진국들은 '에너지 안보'를 최우선 국정과제로 격상하고 공급망 교란을 원천 차단하기 위한 무탄소 발전 및 국가 단위 송배전망 신규 투자를 가속화하고 있다. 이는 단순한 친환경 인프라 전환을 넘어 각국의 막대한 재정 및 보조금 투입을 통해 **건설 및 중장비 전방 시장의 강력한 수요를 창출하고 있으며, 과거 2022~2024년 러우 전쟁 당시** 고금리·인플레이션 악조건 속에서도 미국 IRA와 유럽 REPowerEU를 필두로 **글로벌 에너지 인프라 지출액이 3년 연속 가파르게 우상향했던 투자 랠리와 유사한 양상**을 띠고 있다.

그림 19. 글로벌 에너지 부문 지출액 추이

그림 20. 주요 국가별 에너지 투자 동향



구분	목적	비고
미국	AI 데이터센터 전력 수요 해결	미국 51개 유틸리티 향후 10년간 총 \$1.4조 전력망 투자
중국	동수서산(東數西算) 연계망 확충	향후 2단계까지 총 4.6GW, CNY 200억 규모로 확대 (15차 5개년 전략)
유럽	에너지 안보 및 전력망 현대화	AccelerateEU 발표(26.04) 및 2035년까지 €1.4조 규모 투자 계획 제시
인도	공급망 다변화 및 국가 주도 투자	총 852개 PPP 인프라 프로젝트 파이프라인(\$1,896억) 신규 발표
중동	AI 허브화 및 포스트 오일 전환	사우디·UAE 중심의 AI 허브 도약 위한 인프라 지출 지속 확대

자료:IEA, KUVIC 리서치 4팀

자료: IEEFA, IEA, 언론 종합, KUVIC 리서치 4팀

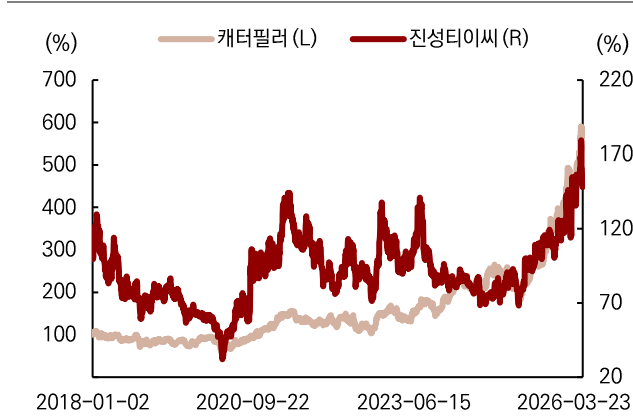
지정학적 요인과 더불어 2026년 현재 에너지 인프라 투자를 폭발적으로 견인하는 또 다른 한 축은 바로 'AI 발 전력 수요의 폭증'이다. 글로벌 빅테크 기업들의 GW급 초대용량 데이터센터 건설이 전 세계로 확산되면서, 기존 송배전망의 전력망 병목 현상이 임계점에 도달했다. 24시간 가동되며 막대한 전력을 소모하는 AI 데이터센터의 특성상, 2026년 글로벌 전력청과 유틸리티 기업들은 단순 발전소 건설을 넘어 노후 송배전망 교체, 초고압 전력망(UHV) 신설, 변전소 확충에 천문학적 예산을 쏟아붓고 있으며, 이는 **진성티이씨 등 건설 장비 부품사들에게 직접적인 매출 성장의 기회를 예고**하고 있다.

2) 캐터필러 실적이 검증하는 실제 수요 회복

글로벌 1위의
실적으로 검증된
산업 전반의 회복

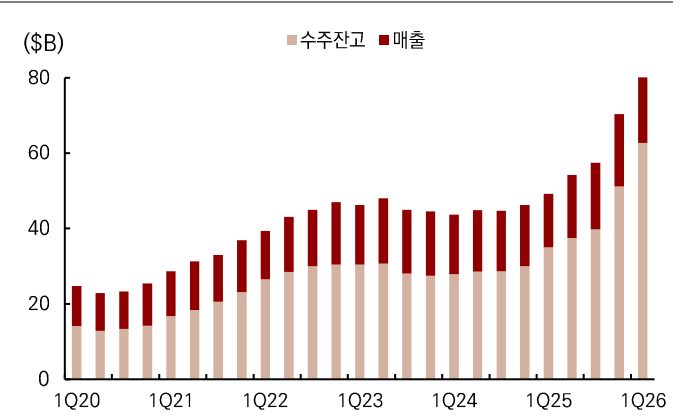
글로벌 건설기계 시장점유율 1위(약 15%)인 캐터필러의 최근 실적 지표는 전방 산업이 본격적인 회복 궤도에 진입했음을 시사한다. 2025년 4분기 기준 캐터필러의 핵심 사업부인 건설(CI), 광산(RI), 에너지·운송(E&T) 부문 매출은 전년 동기 대비 각각 15.4%, 12.5%, 22.9% 증가하며 **전 부문 두 자릿수 성장을 달성**했다. 더욱 주목할 점은 **강력한 선행 지표인 수주잔고의 가파른 증가세**다. 2024년 말 \$30B 수준이던 수주잔고는 2025년 4분기를 기점으로 매 분기 \$11B 이상 폭증하며 2026년 1분기 말 \$62.7B (+109%)를 기록했다. 동 기간 수주 출하 비율(Book-to-Bill Ratio) 역시 사상 최고치인 1.70까지 치솟으며, **단순 사이클 회복을 넘어 수요가 폭발하는 단계에 들어섰다는 신호를 보여준다.**

그림 21. 캐터필러 & 진성티씨 상대주가 비교



자료: KUVIC 리서치 4팀

그림 22. 캐터필러 매출 및 수주잔고 추이



자료: Caterpillar, KUVIC 리서치 4팀

회복기 사이클 +
구조적 동인 =
구조적 재평가 국면

앞서 살펴본 글로벌 건설 및 인프라 슈퍼 사이클의 수혜는 글로벌 건설 기계 OEM 업체를 넘어, 핵심 부품사인 진성티씨의 실적 성장으로 온전히 전이될 전망이다. 동사는 글로벌 1위 캐터필러를 필두로 시장을 과점하고 있는 핵심 장비 제조사 대부분을 고객사로 확보하고 있다. 특히 이번 매크로 랠리의 최고 수혜자인 캐터필러향 매출 비중이 압도적으로 높아, 상대적으로 글로벌 입지가 제한적인 OEM 대비 실적의 질적 우위와 이익 레버리지 효과를 누릴 수 있다. 더욱이 글로벌 톱티어 전방사에 빠짐없이 부품을 납품하는 다변화된 사업 구조는 개별 OEM 기업 간의 점유율 경쟁과 무관하게 글로벌 건설기계 시장의 전체 파이 성장을 고스란히 흡수할 수 있는 확실한 이점을 제공한다.

Point 2. 러우 전쟁, 이란 전쟁 복구 기대감

전후 복구로
건설기계 수요 기대

중동과 우크라이나에서의 지정학적 갈등이 장기화되면서 전후 재건 수요에 대한 기대감이 시장에서 부각되고 있다. 이에 따라 중동 지역 재건을 위해 건설기계의 실질적 수요가 늘어날 시, 건설기계 시장 M/S 1위인 캐터필러를 통한 낙수효과가 동사에 유의미한 업사이드 요인으로 작용할 가능성이 높다.

1) 러우 전쟁, 그 이후

러우전쟁 재건
필요액만 5,880억
달러

세계은행·유럽연합·UN·우크라이나 정부가 공동으로 발표하는 우크라이나 신속피해수요평가(RDNA)에 따르면, 재건 비용 추정치는 전쟁이 장기화될수록 매년 큰 폭으로 증가하고 있다. 2022년 9월 최초 발표(RDNA1) 당시 \$349B였던 재건 필요 총액은 2026년 2월 발표된 최신 평가(RDNA5) 기준 \$588B (약 800조 원)로 확대됐으며, 이는 우크라이나 2025년 GDP의 약 3배에 달하는 규모다. 피해 영역도 주택·교통·에너지 중심에서 상업·산업·농업 전 분야로 확산되고 있다.

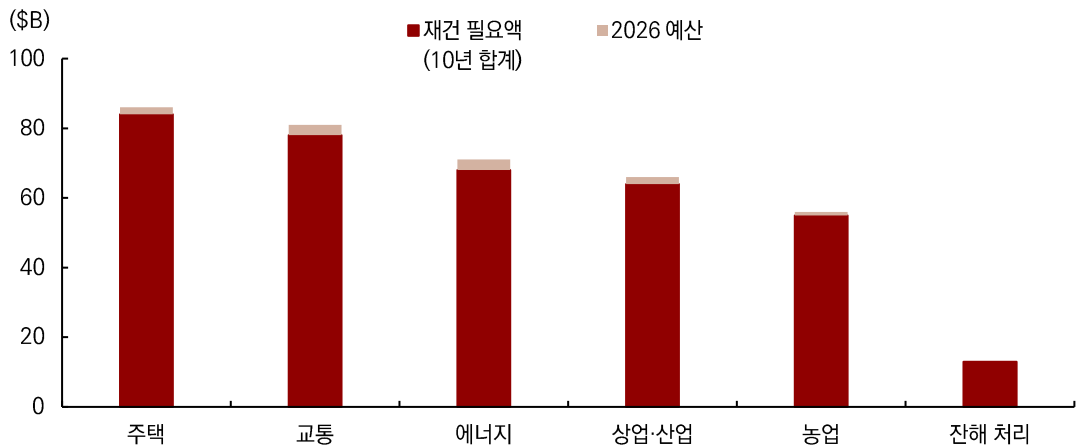
이는 건설 기계의 수요로 이어질 수 있는데, 전쟁 이후 재건 필요 총액에서 건설 장비의 비중 약 10%를 산출하고, 총 재건 기간이 10년, 초기 3-5년에 전체 예산의 50% 이상이 집행된다고 가정하면 2026-2028년 3년 동안 재건으로 투입되는 건설 장비 규모는 최소 \$29.4B에 달할 것으로 전망된다.

표 4. 우크라이나 재건 규모 전망 (단위: \$B)

발표 시점	피해액	손실 추정	재건 필요 총액	2026년 예산	충족 수요	피해 영역
2022.09	97	253	349			주택·교통·에너지
2023.03	135		411		13	주택·교통·에너지·상업
2024.02	152	523	486		13 +	주택·교통·에너지
2025.02	176	589	524	7.37 (집행)	13 +	주택·교통·에너지·상업·농업
2026.02	195	667	588	15.25 (예산)	20 +	주택·교통·에너지

자료: World Bank, KUVIC 리서치 4팀

그림 23. 2026년 기준 우크라이나 부문별 재건 필요 금액



자료: World Bank, KUVIC 리서치 4팀

2) 이란 전쟁 재건 수혜

아직 휴전 협상이 진행 중인 미국-이란 전쟁 이후의 이란 재건 수혜도 고려해볼 수 있다. 현재 **이란 본토의 인프라(아바단 정유공장, 반다르아바스 항만 허브 등) 직접 피해액**은 공식적으로 공개된 바는 없지만, 앞서 언급한 우크라이나 초기 RDNA1(\$349B) 모델을 기반으로 자본 집약도를 고려하여 **최소 \$300B (한화 약 410조 원) 이상**으로 추정할 수 있다. 이란 전쟁 또한 우크라이나 전쟁과 마찬가지로 현 시점 기준 재건 기간(10년) 동안 \$300B의 재건 금액이 필요, 여기서 건설 장비 비중은 10%, 초기 3-5년간 전체 금액의 50% 이상이 투입된다고 가정했을 때, **2026-2028년의 건설 장비 투입 규모는 최대 \$15B에 달할 수 있게 된다.**

3) 중동 GCC 프로젝트

중동 GCC 프로젝트에도 건설 기계 수요 기대

추가적으로 사우디아라비아를 중심으로 한 GCC(걸프협력회의) 국가들은 Vision 2030 기조 하에 사상 최대 규모의 인프라 투자를 집행 중이다. [표 5]에 제시된 것처럼 총 투자 규모는 1조 달러를 상회하며, 주요 집행 시점인 2026~2030년 동안 연간 수백억 달러 이상의 건설 관련 지출이 예상된다. NEOM, King Salman 국제공항 등 **개별 프로젝트 각각이 독립적으로도 수십억 달러 규모의 건설기계 수요를 창출할 것으로 기대된다.**

표 5. 중동 GCC 주요 프로젝트 규모

프로젝트명	국가	총 투자 규모 (\$B)	집행 시작 연도	완공 목표 연도
NEOM	사우디	500	2021	2030
King Salman 국제 공항	사우디	147	2023	2030/2050
Al-Maktoum 국제 공항	UAE	35	2024	2030
Dubai 2040	UAE	300	2026	2040
이라크 재건	이라크	88	2021	2030

자료: The Middle East Insider, World Construction Network, KUVIC 리서치 4팀

Point 3. 태국 공장 증설로 CAPA 확장, 신제품 매출 기대

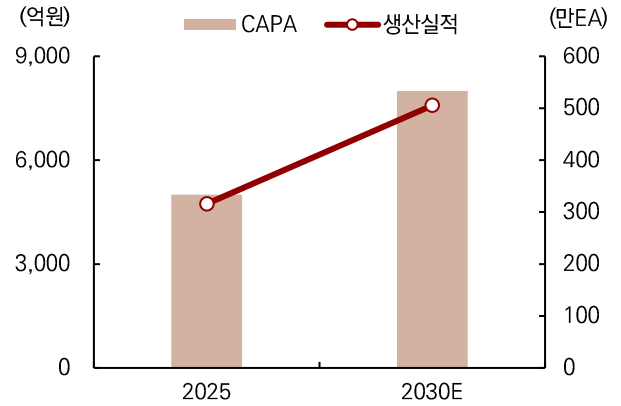
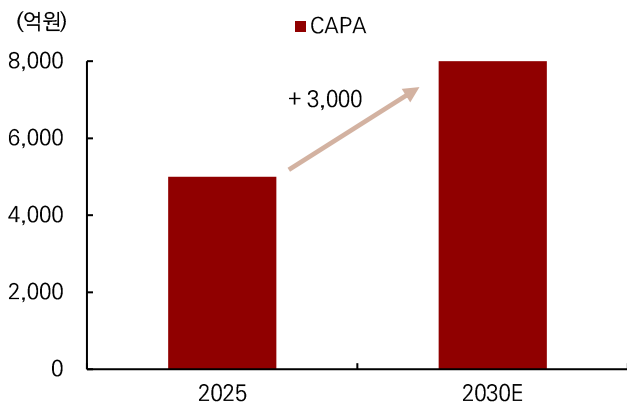
1) 태국 신공장 가동으로 경쟁력 UP

태국공장 가동 예정
CAPA 3,000억원
→ 8,000억원 확장

2025년 기준 5,000억원 수준이던 동사의 CAPA는 태국 공장의 단계별 증설을 통해 2030년까지 총 3,000억원이 추가 확충되며 **8,000억원**까지 증대될 전망이다. 이에 따라 생산 실적과 가동 효율성도 함께 비례적으로 증가할 전망이다. 2025년 생산실적 3,158,400EA와 CAPA의 비율(=가동 효율성 계수 약 4,885 EA/억원)을 2030년까지 선형적으로 적용할 경우, **동사의 연간 생산 실적은 2026년 약 316만 EA에서 2030년 최대 505만 EA 수준까지 약 60% 이상 동반 성장**이 가능할 것이다.

그림 24. 진성티이씨 CAPA

그림 25. 진성티이씨 생산실적, 가동효율성



자료:진성티이씨, KUVIC 리서치 4팀

자료: 진성티이씨, KUVIC 리서치 4팀

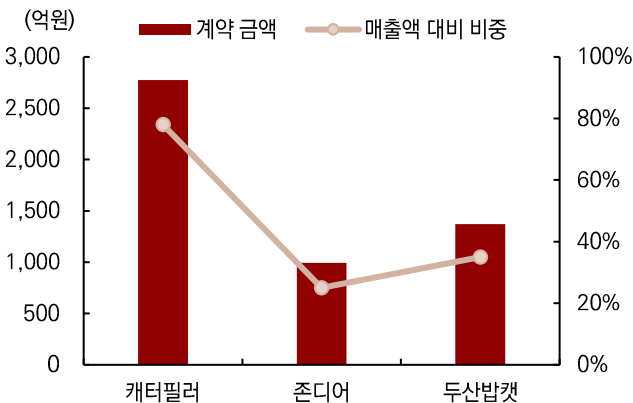
2) 신제품(러버트랙)으로 매출 UP

러버트랙 공급
27E 신제품향 매출
694억원 추정

2027년부터 동사의 외형 성장을 견인할 핵심 모멘텀은 신제품 '러버트랙' 공급 계약이다. 동사 IR에 따르면 현재 캐터필러향 러버트랙 양산 및 공급이 확정적인 단계로, 향후 전방사인 존디어나 두산밥캣의 요청 시 해당 고객사들로 라인업을 확장할 수 있는 잠재력도 보유하고 있다. 현재 동사의 러버트랙 계약 건은 세부 금액이 공식적으로 공시되지 않은 상태인 점을 감안하여 동사와 유사한 스펙의 러버트랙을 동일한 전방 3사에 납품하고 있는 '동일고무벨트'의 과거 장기 공급 계약 사례를 참고로 **삼아 매출 인식분을 파악했다. 그 결과, 본격적인 납품이 가시화되는 2027년 기준 러버트랙 단일 품목의 매출만으로도 694억원을 인식할 것으로 추정된다.**

그림 26. 동일고무벨트 계약규모, 매출 비중

그림 27. 러버트랙



자료: 동일고무벨트, KUVIC 리서치 4팀

자료: 동일고무벨트, KUVIC 리서치 4팀

투자리스크

지정학적 위기에 따른 철강 등 원재료 수급 리스크

원자재 가격 상승
But 원가 연동제로
리스크 헷지

동사의 하부주행체 부품 제조 원가에서 특수강 등 철강재가 차지하는 비중은 약 60~70% 내외로 최근 중동 전쟁을 비롯한 글로벌 지정학적 갈등이 장기화됨에 따라, 원자재 공급망 교란 및 해상 운송 차질이 심화되고 있다. 이로 인해 급격한 철강 가격 인상과 수급 난관이 발생하여 단기적인 원가 상승 요인으로 이어질 수 있다.

원가 연동제 기반 리스크 헷지

그러나 동사는 글로벌 1위 고객사인 캐터필러 등과의 확고한 파트너십을 바탕으로 이러한 원재료 리스크를 헷지하는 중이다. 고객사와 원재료 가격 변동분을 3~6개월의 시차를 두고 납품 단가에 연동시키는 '원가 연동제' 계약을 맺어, 원자재 가격이 상승하더라도 초기 몇 달간의 마진 하락을 향후 고객사에게 비용으로 전가할 수 있어 장기적인 수익성 훼손으로 전이될 가능성은 낮다고 판단된다.

중국 부품사의 저가 공세 우려

중국 부품사의 위협
But 기술력,
비표준적 특성으로
락인 효과

두 번째 리스크는 중국 건설기계 부품 업체들의 저가 공세로, 최근 중국 내수 부동산 경기 침체로 인해 판로를 잃은 중국 로컬 부품사들이 저렴한 인건비와 철강 단가를 무기로 글로벌 벤더망에 진입하려 시도하고 있는 중이다. 이러한 공격적인 침투로 인해 향후 동사의 장기적인 글로벌 M/S 하락 및 단가 인하 압력으로 이어질 수 있다는 우려를 낳고 있다.

중국의 저가 공세 영향 無! 쉽게 침투하기 힘든 하부주행체 시장의 특성

이러한 우려에도 불구하고 하부주행체 특유의 높은 기술적 진입장벽이 중국 업체의 침투를 차단하고 있다. 캐빈이나 단순 유압 부품 등 '상부 구조물'은 범용화가 쉬운 반면, 동사가 주력으로 삼는 하부주행체의 제품적 특성의 경우 수십 톤에 달하는 장비의 하중을 직접 지탱해야 하므로 고도의 단조 및 열처리 기술이 요구된다. 특히 험난한 지형을 오르내리는 굴착기의 특성상 구동계 부품의 결합은 장비 전체의 가동 중단으로 직결되므로, 글로벌 고객사들은 비용 절감을 위해 검증되지 않은 저가 부품을 도입하기보다는 '검증된 품질 안정성'을 벤더 선정의 최우선 기준으로 삼고 있다.

또한, 하부주행체는 규격화가 불가능한 '비표준화' 제품으로 각 건설장비 OEM 업체마다, 그리고 굴착기의 종량과 모델마다 하중 분산 설계가 전부 다르기 때문에 부품 역시 맞춤형으로 설계된다. 이러한 '다품종 소량 생산' 체제에서는 기존 납품사와 고객사 간의 긴밀한 협력을 강제한다. 그 결과, 한 번 메인 벤더로 채택되면 해당 장비 모델이 단종될 때까지 부품사를 바꿀 수 없는 강력한 락인 효과를 창출함으로써 신규 업체의 시장 진입을 원천 봉쇄한다. 결론적으로 전방 산업이 팽창할수록, 점유율 경쟁이 치열한 건설 기계 OEM 시장보다 신규 경쟁자의 위협이 상대적으로 적은 동사가 그 성장을 온전히 독식하는 실질적 최대 수혜주가 될 수밖에 없는 해자를 지니고 있다.

밸류에이션

매출 추정 논리

최종 매출 Table

표 6. 진성티이씨 2026~2028년 매출 Table

(단위: 억원)	2026E			2027E			2028E		
	BEAR	BASE	BULL	BEAR	BASE	BULL	BEAR	BASE	BULL
기존	4,670	5,645	6,254	4,781	6,105	6,827	4,907	6,405	7,240
신제품				694	694	694	694	942	1,216
매출액	4,670	5,645	6,254	5,475	6,799	7,521	5,601	7,347	8,457

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

1. 기존 하부주행체 부품

표 7. 기존 하부주행체 부품 매출 합계

(단위: 억원)	2026E			2027E			2028E		
	BEAR	BASE	BULL	BEAR	BASE	BULL	BEAR	BASE	BULL
캐터필러	3,124	3,816	4,271	3,199	4,128	4,663	3,283	4,331	4,945
히타치건설기계	662	782	848	677	846	926	695	888	982
HD건설기계	487	576	624	498	623	682	512	653	723
두산밥캣	201	238	258	206	257	282	211	270	299
존디어	196	232	252	201	251	275	206	264	292
매출액	4,670	5,645	6,254	4,781	6,105	6,827	4,907	6,405	7,240

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

Q 추정

표 8. 건설 장비 TAM 합계

(단위: \$B)	2026E			2027E			2028E		
	BEAR	BASE	BULL	BEAR	BASE	BULL	BEAR	BASE	BULL
건설 지출액	4,603	5,195	5,363	4,785	5,725	5,955	4,931	5,985	6,281
광산 CAPEX	87	87	91	99	99	109	93	113	129
건설 장비	482	541	559	503	597	623	516	627	660
구동계 장비	272	306	316	284	338	352	292	354	373

자료: Mordor Intelligence, KUVIC 리서치 4팀 추정

본 리서치 팀은 동사의 주력 제품인 하부주행체 부품 매출을 추정하기 위해 **전방 산업의 부문별 '건설 지출액(TAM)'을 우선 산출**하였으며, 특히 **광산 부문은 글로벌 주요 광산사들의 총 CAPEX 규모를 기준**으로 타겟 시장을 특정했다. 이후 전체 지출액 중 실제 장비 구매로 이어지는 **'장비 투입 비중(일반 건설 10%, 광산 25% 가정)'을 반영하여 글로벌 건설 장비 TAM을 도출**했다. 여기에 건설 장비 중 굴착기 등 구동계 장비가 차지하는 **매출 전환율(약 57%)을 적용하여 동사의 '구동계 장비 타겟 시장'을 산정**했다.

이후 IMARC Group의 '글로벌 건설기계 시장 보고서(2026-2034)'에 명시된 2025년 장비 유형별 비중을 준용하여 **구동계 장비 타겟 시장을 소형(35.0%), 중형(46.4%), 대형(18.6%)으로 세분화**하였다.

표 9. 5대 전방사 글로벌 건설장비 시장 비중 추이

구분	CAT	히타치	HD	두산밥캣	존디어
5개년 평균	15.2%	3.8%	2.5%	2.6%	5.5%

자료: KHL Group, KUVIC 리서치 4팀 추정

이렇게 도출된 시장 규모(Appendix 1 참고)에 주요 건설장비 OEM 고객사별 시장 점유율을 대입함으로써 전방사들의 예상 매출액을 산출했다. 단, 일부 기업의 경우 전방사별 주력 제품군과 수혜 강도를 반영하여 점유율 비중을 자체적으로 조정하였다. 소형 장비 위주의 포트폴리오를 보유한 **두산밥캣의 경우 2026~2028년 소형 부문 매출 추정치에 맞추어 점유율 비중을 소형 시장 내 7.5%로 수정했으며, 글로벌 건설 인프라 투자의 최대 수혜가 예상되는 캐터필러는 Base 시나리오에서 +0.5%p, Bull 시나리오에서 +1.0%p의 점유율 상승을 가정하였다.**

표 10. 전방사 비중 수정

구분	CAT(BEAR)	CAT(BASE)	CAT(BULL)	두산밥캣
비중	15.2%	15.7%	16.2%	7.5%(소형 시장 한정)

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

최종적으로 산출된 전방사별 예상 매출액(Appendix 2 참고)을 본 리서치 팀이 추정하는 연도별 예상 장비 ASP로 나누어 연간 장비 출하량을 역산했다. **장비 ASP는 2025년 단가인 \$0.21M를 베이스로, 미국 노동부가 발표한 건설장비 PPI 장기 추세인 연평균 2% 상승률을 매년 반영하여 산정하였다.**

표 11. 진성티이씨 5대 전방사별 납품계수 추정

구분	CAT	히타치	HD	두산밥캣	존디어
평균	9	7	8	3	2

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

전방사별 연간 출하량(Appendix 3 참고)에 **동사의 과거 실적 기반 '납품 계수([표 11] 참고)'를 적용하여 진성티이씨의 2026~2028 예상 연간 부품 납품 물량([표 12] 참고)을 도출했다.**

표 12. 진성티이씨 예상 연간 부품 납품량 합계

(단위: 개)	2026E			2027E			2028E		
	BEAR	BASE	BULL	BEAR	BASE	BULL	BEAR	BASE	BULL
캐터필러	1,651,509	1,916,353	2,042,525	1,690,638	2,072,655	2,229,907	1,735,219	2,174,542	2,364,847
히타치건설기계	349,674	392,815	405,743	357,959	424,854	442,966	367,398	445,738	469,772
HD건설기계	257,336	289,085	298,599	263,433	312,663	325,993	270,380	328,033	345,720
두산밥캣	106,288	119,401	123,331	108,806	129,140	134,645	111,675	135,488	142,793
존디어	103,851	116,664	120,503	106,312	126,179	131,559	109,115	132,382	139,520
합계	2,468,659	2,834,317	2,990,701	2,527,149	3,065,491	3,265,069	2,593,787	3,216,183	3,462,651

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

P 추정

동사의 핵심 부품 판매단가는 수출 비중이 높은 사업 구조를 반영하여 **환율 변동에 따른 3가지 시나리오 (Base, Bear, Bull)로 세분화하여 추정하였다.**

먼저 Base 시나리오의 경우, 현행 환율이 유지된다는 가정하에 **2026년 1분기 실제 납품 단가를 기준으로 개당(EA) 199,150원의 ASP를 산정하였다.** 반면 Bear 시나리오에서는 원화 강세로 인한 원/달러 환율 하락에 따른 수출 단가 하락 압력을 반영하여, Base 대비 5% 할인된 189,190원을 적용하였다. 반대로 Bull 시나리오에서는 글로벌 강달러 기조 장기화로 인한 환율 상승 수혜를 반영하여, Base 대비 5% 할증된 209,100원을 최종 ASP로 가정함으로써 환율 효과에 따른 이익 변동성을 반영하였다.

건설 지출액 산정 과정

표 13. 건설 지출액 TAM 합계

(단위: \$B)	2026E			2027E			2028E		
	BEAR	BASE	BULL	BEAR	BASE	BULL	BEAR	BASE	BULL
주택	924	925	926	953	958	964	1,003	1,016	1,030
데이터센터	424	450	477	502	533	565	516	548	580
에너지 인프라	3,152	3,641	3,680	3,251	4,063	4,153	3,351	4,266	4,413
I/JA/리쇼어링	84	151	217	52	132	205	36	117	195
GCC	18	28	41	27	38	51	26	38	51
재건			23			18			12
건설 지출액	4,603	5,195	5,363	4,785	5,725	5,955	4,931	5,985	6,281

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

1-1. 주택 부문 건설 지출액

표 14. 주택 부문 건설 지출액 TAM

(단위: \$B)	2026E			2027E			2028E		
	BEAR	BASE	BULL	BEAR	BASE	BULL	BEAR	BASE	BULL
주택용 건설 지출액	924	925	926	953	958	964	1,003	1,016	1,030

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

25년 미국 주택 건설 지출액을 기준으로, 2019년-2021년 미국 모기지 금리 인하 폭 대비 주택 건설 지출액 상승 비율을 적용하여, 2026년-2028년 금리 인하 가정에 따른 주택 건설 지출액을 산출했다. 이때 금리 인하 가정의 경우 Bear Case는 현 모기지 금리에서 0.05%p 상승한 6.42%, Base Case는 현재 금리 유지한 6.37%, Bull Case는 0.05%p 인하된 6.32%를 가정하여 주택 건설 지출액을 계산했다.

1-2. 데이터센터 부문 건설 지출액

표 15. 데이터센터 부문 건설 지출액 TAM

(단위: \$B)	2026E			2027E			2028E		
	BEAR	BASE	BULL	BEAR	BASE	BULL	BEAR	BASE	BULL
하이퍼스케일러 CAPEX		751			890			914	
데이터센터용 CAPEX	601	638	676	712	757	801	731	777	823
데이터센터용 건설 지출액	424	450	477	502	533	565	516	548	580

자료: Goldman Sachs, precedenceresearch, KUVIC 리서치 4팀 추정

데이터센터 부문의 건설 지출액 TAM의 경우, 글로벌 5대 핵심 하이퍼스케일러의 2026~2028년 예상 총 CAPEX 규모를 바탕으로, 하이퍼스케일러의 총 CAPEX 중 실질적인 데이터센터 인프라에 투입되는 비중을 세분화하였다. Bear 시나리오는 전체 CAPEX의 80%, Base 시나리오는 85%, Bull 시나리오는 90%가 데이터센터로 전환된다고 가정하여 연도별 데이터센터용 CAPEX를 도출했다.

이후 데이터센터용 CAPEX 내에서 순수 건설 지출액 비중을 2025년 기준 5대 하이퍼스케일러의 총 CAPEX 추정치(\$431B)에 Base 가정인 85%를 적용해 2025년 데이터센터용 CAPEX를 구하고, 이를 2025년 데이터센터 건설 지출액 전망치(\$258.56B)로 나누어 실질적인 건설 지출액 전환율을 도출했다. 앞서 산출한 시나리오별 데이터센터 CAPEX에 이 건설 지출액 전환율을 곱하여 2026~2028년의 데이터센터 건설 지출액 최종 TAM을 산정했다.

1-3. 에너지 인프라 부문 건설 지출액

표 16. 에너지 인프라 부문 건설 지출액 TAM 합계

(단위: \$B)	2026E			2027E			2028E		
	BEAR	BASE	BULL	BEAR	BEAR	BASE	BULL	BASE	BEAR
중국	899	1,092	1,106	934	1,278	1,310	972	1,337	1,391
북미	689	800	810	703	889	913	718	915	953
중남미	134	145	145	138	174	174	141	170	170
유럽	533	638	646	541	701	720	547	725	755
아프리카	113	116	116	118	136	136	123	147	147
중동	178	179	179	186	184	184	195	205	205
유라시아	152	152	152	154	157	157	156	162	162
아태(중국 제외)	455	519	526	477	544	559	500	605	630
합계	3,152	3,641	3,680	3,251	4,063	4,153	3,351	4,266	4,413

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

에너지 인프라 부문의 경우 글로벌 에너지 인프라 건설 지출액을 추정하기 위해, IEA의 'World Energy Investment 2025' 데이터를 기반으로 글로벌 8대 핵심 지역의 지출액 추이를 분석하였다.

Bear 시나리오는 IMF와 World Bank(WDI) 데이터를 활용해 각 지역별 26~28년 예상 실질 GDP 규모를 산출한 뒤, 지역별 과거 '실질 GDP 대비 에너지 부문 지출액 비중'의 5개년 평균치를 적용하여 지출액을 산정했다. Base 시나리오는 과거 러·우 전쟁 발발 직후(2022~2024년) 글로벌 에너지 지출액이 급증했던 사이클이, 현재의 중동 전쟁으로 인한 에너지 안보 위기 대두 시기와 그 궤적을 같이 할 것으로 판단하여 당시의 지출액 성장률을 26~28년 추정에 대응하였다. 단, 지역별 특수성을 감안하여 22~24년 당시 전쟁 당사국이었던 유라시아 지역은 2026년부터 향후 3년간 각각 5%, 4%, 3% 상승하는 것으로 성장률을 자체 조정하였다. 또한 중동 지역은 현재 진행 중인 전쟁의 직접적 여파에 따른 투자 지연 리스크를 반영하여 2026년 예상 성장률을 기존 대비 3%p 하향 조정했다. Bull 시나리오는 Base 가정에 더해 AI 전력 수요 폭증 및 청정에너지 인프라(전력망 등) 전환 가속화에 따른 추가 상승을 반영했다. 북미, 유럽, 중국 등 전력 인프라 투자가 집중되는 주요 핵심 대륙에 한하여 Base 성장률 대비 +1.5%p의 할증을 추가 부여했다.

1-4. IIJA/미국 내 리쇼어링 부문 건설 지출액

표 17. IIJA/리쇼어링 건설 지출액 TAM

(단위: \$B)	2026E			2027E			2028E		
	BEAR	BASE	BULL	BEAR	BEAR	BASE	BULL	BASE	BEAR
IIJA	126	202	253	63	166	218	32	135	186
리쇼어링	61	99	141	53	97	154	49	99	168
건설 지출액 비중	45	50	55	45	50	55	45	50	55
합계	3,152	3,641	3,680	3,251	4,063	4,153	3,351	4,266	4,413

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

건설 지출액 TAM은 ① IIJA 채널(잔여 × 집행률 + 재인가)과 ② 리쇼어링 채널(일자리 기반 ↔ Census 기반의 이중검증)을 합산해 도출하였다. 합산값에 인프라 중 중형 노출비중과 전환율, ASP를 차례로 적용해 대수로 환산했다. 본 추정은 26<27<28 형태의 후반 가속 시나리오 대신 만료 직전 집행 가속(BASE 26년 32%)을 가정하고 재인가 신규지출은 BULL 기준 \$60B로 보수적으로 반영해, 만료 임박 속 가속화되는 상황을 나타냈다.

1-5. 중동 GCC 부문 건설 지출액

표 18. 중동 GCC 부문 건설 지출액 TAM

(단위: \$B)	2026E			2027E			2028E		
	BEAR	BASE	BULL	BEAR	BEAR	BASE	BULL	BASE	BEAR
GCC	18	28	41	27	38	51	26	38	51

자료: The Middle East Insider, MEED, 언론 종합, KUVIC 리서치 4팀 추정

중동 지역 건설 지출액의 경우, 먼저 주요 건설 프로젝트 15개를 선정하여 각 프로젝트별로 추정되는 총 건설비와 착공/완공 연도를 조사한 뒤, '프로젝트별 총 건설비/공사 예정 연수'로 비율을 균등 배분하였고, 2026~2028년 분으로 추정되는 건설비를 합산해 향후 건설 지출액을 산정하였다.

이후 주요 건설 프로젝트 15개를 '예정대로 진행 가능한 프로젝트', '공사가 불투명한 프로젝트', '공사가 중단된 프로젝트' 3가지로 분류하였으며, 1개와 3개 프로젝트를 각각 중단된 프로젝트와 불투명한 프로젝트로 분류하였다. 이후 BULL 케이스는 모든 프로젝트가 예정대로 진행된 경우, BASE 케이스는 중단된 프로젝트의 예산을 모두 제외하고 불투명한 프로젝트 예산이 절반만 집행된 경우, BEAR 케이스는 예정대로 진행 가능한 프로젝트의 예산만을 산정하는 방식으로 가정하였다.

1-6. 재건 부문 건설 지출액

표 19. 재건 부문 건설 지출액 TAM

(단위: \$B)	2026E			2027E			2028E		
	BEAR	BASE	BULL	BEAR	BEAR	BASE	BULL	BASE	BEAR
재건			23			18			12

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

러·우 전쟁, 이란 전쟁 종전 후 재건에 필요한 건설 지출액은 현재 확정된 바는 없으므로 Bull Case로 분류했으며, 각 전쟁의 재건 필요 총액(\$588B, \$349B - 가정)에 건설 장비 비중 10%를 곱하여 건설 장비 지출액을 산출하였으며, 이를 각 전쟁별로 10년과 5년으로 인식했다. 재건 필요액은 초기 2년에 43.5%가 투입되므로 26E, 27E에 이 비율을 반영하고, 28E는 각 전쟁별 11.4%, 14.5%로 인식해, 두 전쟁의 재건 건설 지출액을 합산한 결과이다.

1-7. 주요 광산사 CAPEX 지출액

표 20. 주요 광산사 CAPEX 및 광산향 건설장비 지출액

(단위: \$B)	2026E			2027E			2028E		
	BEAR	BASE	BULL	BEAR	BEAR	BASE	BULL	BASE	BEAR
CAPEX	87	87	91	99	99	109	93	113	129
장비 지출액	22	22	23	25	25	27	23	28	32

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

현재는 리튬·니켈 등 핵심 광물의 수요 상승에 광물가격 또한 상승하는 관계(광물가격 Index 1년 선행 대비 Top40 CAPEX 1년 후행의 상관관계수 0.75)이며, 동사가 받을 광산사 CAPEX 확대의 영향을 고려해 Global Top40 CAPEX에 장비 비중 25%를 적용한 값을 TAM으로 설정했다.

광물가격 레벨의 지속 여부에 따라 BEAR는 World Bank 광물가격 추정치를 선행변수로 투입한 회귀분석을 적용해 2028년 \$93.4B를 산출, BASE는 코로나19 이후 회복 사이클(2020~2023년) CAGR 13.5%를 적용해 2028년 \$112.6B, BULL은 중국의 대규모 인프라 투자와 도시화 가속으로 인해 원자재 수요가 폭발적으로 증가했던 2013년의 CAPEX 피크치인 \$129B에 도달할 전망이다.

2. 러버트랙(신제품)

표 21. 신제품 매출 추정

(단위: 억원)	2026E			2027E			2028E		
	BEAR	BASE	BULL	BEAR	BEAR	BASE	BULL	BASE	BEAR
신제품(러버트랙)	0	0	0	694	694	694	694	942	1,216

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

동사의 신제품(러버트랙)의 매출 추정을 위해, 유사한 러버트랙 납품사 동일고무벨트의 기존 계약 건과 계약 금액을 참조했다. 동사의 신제품 매출의 경우, Bear Case를 현재 확정된 캐터필러와의 계약만, Bear Case는 '캐터필러 + 존디어'와의 계약, Bull Case는 '캐터필러 + 존디어 + 두산밥캣'과의 계약을 가정하여 연도별로 인식했다. 각 전방사 별 계약 건 또한 동일고무벨트의 계약을 참고하여 인식했다.

비용 추정 논리

표 22. 비용 추정 테이블(BASE)

(단위: 억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	3,905	4,638	5,645	6,799	7,347
YoY	-20%	19%	22%	20%	8%
매출원가	3,200	3,648	4,536	5,357	5,776
변동비	2,739	2,988	3,711	4,470	4,830
고정비	461	660	824	887	945
매출총이익	705	990	1,109	1,441	1,571
GPM	18%	21%	20%	21%	21%
판매비와관리비	461	511	534	594	629
변동비	149	172	196	236	255
고정비	312	338	338	358	374
영업이익	244	479	575	848	943
OPM	6%	10%	10%	12%	13%
기타이익	13	14	13	13	13
기타비용	1	5	4	4	4
금융수익	156	118	123	132	124
금융비용	127	147	130	135	137
법인세비용차감전순이익	285	458	577	855	939
법인세비용	75	132	117	175	193
당기순이익	210	326	460	680	746
NPM	5%	7%	8%	10%	10%

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

1. 매출원가

1-1. 변동비 항목: 재공품 등 변동, 원재료 매입액

각 연도에 대해 매출 대비 비율을 계산한 후, 최근 3개년(원재료 매입액) 및 5개년(재공품 등의 경우 변동성 감안하기 위해 보수적으로 5개년치로 추정 진행) 평균 비율을 산출했다. 이후, 해당 비율을 2026~2028년 예상 매출액에 곱하여 비용을 추정하였다.

1-2. 고정비 항목

1-2-1. 고정비 중 CAPA 증설 관련 항목: 종업원급여, 상각비

종업원급여의 경우 국회예산정책처, 한국은행, KDI 등의 데이터를 종합해 **명목임금상승률 3.2%를 산정** 하였으며, 동사의 태국 공장 급여의 경우 현지 인건비 수준(한국 제조업의 약 5분의 1 수준)을 고려하여 **태국 공장 급여 = 태국기여매출 × 매출 대비 종업원 급여 비중 × 20%로 산정**하였다. 이와 더불어 앞서 파악한 명목임금상승률을 반영하여 매년 인건비의 구조적 증가를 나타낼 수 있도록 추정하였다.

감가상각비의 경우 사측 IR에서 제시한 연간 120억 정도(10년 동안 인식 예정)의 고정비가 추가된다는 가이던스를 반영하여 공장 증설 투자에 대한 비용 상승분을 가정하였다. 27년 이후의 감가상각비는 과거 증가 추세를 고려하여, 상승률을 가정하였다.

1-2-2. 고정비 중 이외 항목

운반비의 경우 최근 3개년 평균 매출액 비례 비율을 산출 및 향후 비용 추정에 적용했다. 기타비용의 경우 연간 5% 내외의 상승을 가정하였다.

2. 판매비와관리비

2-1. 변동비 항목: 운반비, A/S비용

운반비 항목의 각 연도별 매출 대비 비율을 먼저 산정한 후, 최근 3개년 평균 비율을 도출했다. 이후, 해당 비율을 2026~2028년 예상 매출액에 곱하여 추정하였다. A/S비용의 경우 변동성을 감안하여 보수적으로 5개년 평균 매출액 비례 정도를 파악하여 향후 예상 인식분을 파악하였다.

2-2. 기타 판관비 항목: 종업원급여, 상각비 기타

동사의 CAPA 증설 계획을 반영하여 매출원가에서 추산한 방법과 유사하게 산출했다. 수도광열비와 세금과공과 항목의 경우 CAPA 증설에 따른 가동률 상승을 고려하여, 연간 10% 상승을 가정했다. 그외 항목의 경우 최근 3개년 평균치를 대응하여 산출하였다.

Valuation Method

표 23. 진성티씨 밸류에이션 테이블

구분	내용	비고
2027E EBITDA (억원)	1,127	
목표 배수 (배)	6.1	동사 과거 호황(17-19) 시기의 평균 EV/EBITDA에 15% 할인 적용
2027E EV (억원)	6,833	
목표 시가총액 (억원)	6,973	
발행 주식 수 (주)	22,032,623	
할인율 (%)	11.0	
목표 주가 (원)	29,000	28,509원의 조정가액
현재 주가 (원)	17,300	
상승여력	68%	

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

본 리서치 팀은 동사의 적정 기업가치 산출을 위해 2027년 예상 실적 기반의 EV/EBITDA 밸류에이션 모델을 채택하였다. 동사는 태국 신규 공장 가동과 전방 산업 수요 확대에 선제적으로 대응하고자 약 1,200억원 규모의 대규모 설비투자를 단행했다. 이러한 공격적인 증설에 따른 감가상각비 증가로 단기적인 영업이익 및 순이익 훼손이 불가피할 전망이다. 따라서 PER 등 순이익 기반 지표를 적용하면 동사의 본질 가치 대비 구조적인 저평가를 야기할 수 있음을 토대로 EV/EBITDA를 통한 주가 산정을 진행하였다. 아울러 **신제품인 러버트랙의 본격적인 양산을 통한 고마진 제품군으로의 믹스 개선 효과가 예상되는 2027년을 밸류에이션 기준 연도로 설정하였다.**

목표 기업가치 산출을 위한 **목표 배수 6.1배**를 적용했다. 이는 글로벌 건설기계 슈퍼 사이클이었던 **과거 호황기(2017~2019년) 동사의 EV/EBITDA 평균치에, 건설 업황 특유의 경기민감 변동성을 감안하여 15%의 할인율을 반영해 보수적으로 산정한 수치**다. 또한, 데이터센터, 에너지 인프라, 주택 건설 등 확장되는 전방 시장 내에서 동사가 보유한 하부주행체 벤더로서의 지위를 종합적으로 고려하여 목표 배수를 산정하였다. 이에 따라 2027년 예상 총 EBITDA 1,127억원에 목표 배수 6.1배를 적용하여 2027년 목표 기업가치 6,833억원을 산출하였다. 여기에 추정 현금성 자산(약 1,050억원)을 가산하고 총 차입금(약 911억원)을 차감하여, 최종적인 2027년 기준 적정 주주가치(목표 시가총액)를 6,973억원으로 도출했다.

현재 시점의 적정 주가를 산출하기 위한 **할인율은 CAPM 모형을 통해 11.0%로 산출**하였다. 무위험 수익률은 한국 국채 10년 물 금리인 4.17%를, 베타는 동사의 52주 베타인 0.85531을 적용해 시장 대비 변동성을 반영하였다. 시장위험프리미엄은 KICPA(한국공인회계사회) 가이드라인(7~9%)의 평균값인 8.00%를 적용하여 산정했다.

위 가정을 토대로 산출된 2027년 목표 시가총액(6,973억원)을 총 발행 주식 수(22,032,623주)로 나누어 2027E 할인율 적용 전 1주당 가치 31,649원을 산출하였다. 이를 앞서 도출한 할인율(11.0%)을 적용해 시간 가치를 할인한 **최종 목표주가는 29,000원**이다. 이는 현재 주가(17,300원) 대비 약 **68%의 상승 여력을** 보유하고 있음을 의미한다. 건설 업황의 사이클 개선이 가시화되는 2026년을 기점으로 동사 기업가치의 재평가가 기대되는 바, **투자 의견 매수(BUY)를 제시**한다.

Appendix

Appendix 1. 건설 구동계 장비 TAM 세분화 합계

(단위: \$B)	2026E			2027E			2028E		
	BEAR	BASE	BULL	BEAR	BASE	BULL	BEAR	BASE	BULL
소형	95	107	111	100	118	123	102	124	131
중형	126	142	147	132	157	163	135	164	173
대형	51	57	59	53	63	65	54	66	69
합계 수요액	272	306	316	284	338	352	292	354	373

자료: IMARC Group, KUVIC 리서치 4팀 추정

Appendix 2. 5대 전방사 26~28 예상 매출액 추정

(단위: \$B)	2026E			2027E			2028E		
	BEAR	BASE	BULL	BEAR	BASE	BULL	BEAR	BASE	BULL
캐터필러	41.4	48.0	51.1	43.2	52.9	57.0	44.3	55.5	60.4
히타치건설기계	10.4	11.7	12.1	10.9	12.9	13.5	11.2	13.6	14.3
HD건설기계	6.9	7.8	8.1	7.3	8.6	9.0	7.4	9.0	9.5
두산밥캣	7.2	8.0	8.3	7.5	8.9	9.3	7.7	9.3	9.8
존디어	14.9	16.7	17.3	15.5	18.4	19.2	16.0	19.4	20.4
합계	80.8	92.3	96.9	84.4	101.8	107.9	86.6	106.8	114.4

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

Appendix 3. 5대 전방사 26~28 예상 출하량 (단위: 개)

(단위: 개)	2026E			2027E			2028E		
	BEAR	BASE	BULL	BEAR	BASE	BULL	BEAR	BASE	BULL
캐터필러	189,338	219,702	234,167	193,824	237,621	255,649	198,935	249,302	271,120
히타치건설기계	47,778	53,673	55,439	48,910	58,050	60,525	50,200	60,904	64,188
HD건설기계	31,795	35,718	36,894	32,549	38,631	40,278	33,407	40,530	42,716
두산밥캣	32,807	36,854	38,067	33,584	39,860	41,560	34,470	41,820	44,075
존디어	68,155	76,563	79,083	69,769	82,808	86,338	71,609	86,879	91,563
합계	369,874	422,510	443,650	378,637	456,971	484,350	388,621	479,435	513,660

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

Appendix 4. IIJA/미국 내 리쇼어링 시나리오별 핵심 가정값 (BEAR / BASE / BULL)

가정 변수	BEAR	BASE	BULL	근거
IIJA 잔여 집행률 '26/'27/'28 (%)	20/10/5	32/20/15	40/25/20	FY26 만료 직전 가속, 26>27>28 단조감소
재인가 신규 지출(연간, '27~)(\$B)	0	40	60	후반 가속 시나리오 대비 BASE -\$20B / BULL -\$50B 하향
인프라 중 중형 노출비중 (%)	45	50	55	고속도로/교량/상수도/철도 비중 / 건설→장비 매출 비중
리쇼어링 일자리당 자본투자/ASP (\$M)	1.0 / 0.20	1.3 / 0.21	1.5 / 0.22	Boston Fed (자본투자) / 5년 평균 \$0.19M + 인플레이

자료: GAO·DOT IIJA Funding Status, Reshoring Initiative 2024 Annual Report, Off-Highway Research (ASP), KUVIC 리서치 4팀 추정

태국 공장 세제 혜택 정리

태국 공장 가동이 가져오는 경제적 효과는 물량 확대에만 그치지 않는다. **태국 투자청의 세제 혜택 정책과 태국 근로자 인건비 절감이라는 비용 효율적인 장점들이 있다.**

먼저 태국 BOI(투자청)의 카테고리별 세제 혜택 기준에 따르면, 외국인 투자 기업의 기술적 난이도와 자본 집약도에 따라 아래와 같은 차등 인센티브가 제공된다고 한다. 진성티씨의 경우, A그룹 중 A2 혹은 A3 등급에 해당하여 **태국 공장에서 투자 시, 향후 최소 5년에서 최대 8년간 발생한 이익에 대해 총 투자금액의 100%까지 도달할 때까지 법인세(CIT)를 전액 면제받을 수 있게 된다.** 동사가 태국 신공장 구

축에 투입한 누적 투자 금액이 약 1,300억원 수준임을 감안할 때, 태국 법인에서 발생하는 **누적 순이익 1,300억원까지는 세금이 전혀 부과되지 않는 'Tax Holiday'** 누리게 되는 것이다.

나아가 기계 장비 및 수출용 원자재에 대한 수입관세 100% 면제 혜택은 원가 절감 측면에서 이득이다. 부품의 주요 원재료인 열연코일 등의 철강재는 관세 장벽이 존재했으나, 이번 면제 혜택을 통해 동사는 아시아 지역의 **저렴한 철강재를 무관세로 수입하여 가공한 뒤, 북미 시장으로 고단가에 수출할 수 있게** 된다. 또한 동사 IR에 따르면 태국 현지 인건비의 경우, 아시아 지역 특성상 국내보다 인건비가 저렴하기 때문에 추가적인 비용 절감 효과를 기대할 수도 있다. 이처럼 올 상반기 예정되는 태국 신공장 가동은 마치 나비효과처럼 생산 실적을 늘릴 뿐 아니라 여러 비용 절감 효과까지 불러오는 것이다.

Appendix 5. 태국 세제 혜택 기준

그룹	법인세 면제 기간	기계류 수입관세 면제	수출용 원자재 수입관세 면제	비재무적 인센티브
A1+	10-13 years (without cap) + merit	Yes	Yes	Yes
A1	8 years (without cap) + merit	Yes	Yes	Yes
A2	8 years + merit	Yes	Yes	Yes
A3	5 years + merit	Yes	Yes	Yes
A4	3 years + merit	Yes	Yes	Yes

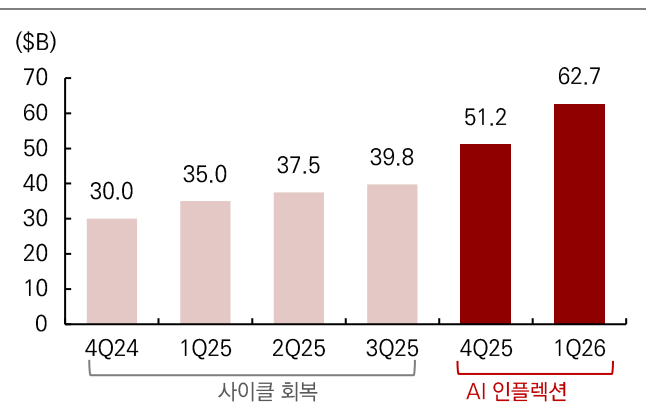
자료: 태국 BOI, KUVIC 리서치 4팀

Appendix 6. 캐터필러 사업부문별 매출 및 증가율 비교

사업부문	4Q24 (\$M)	4Q25 (\$M)	YoY	비고
Construction Industries	6,003	6,926	+15.4%	리쇼어링/인프라 효과
Resource Industries	2,980	3,353	+12.5%	광산 개발 수요
Energy & Transportation	7,649	9,400	+22.9%	데이터센터/에너지 인프라
Power Generation	2,250	3,240	+44.0%	AI 데이터센터 핵심 수혜
총 매출액	16,215	19,133	+18.0%	역대 분기 최대 매출

자료: Caterpillar, KUVIC 리서치 4팀

Appendix 7. 캐터필러 수주잔고 추이: 사이클 회복과 AI 인플렉션



자료: Caterpillar, KUVIC 리서치 4팀

Compliance Notice

- 본 보고서는 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다.
- 본 보고서에 사용된 자료들은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC이 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
- 본 보고서는 투자 권유 목적으로 작성된 것이 아닌 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 스터디 목적으로 작성되었습니다.
- 따라서 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.
- 본 보고서에 대한 지적재산권은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC에 있으며 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.