



BUY(Maintain)

목표주가: 12,000원

주가(5/9): 6,400원

시가총액: 1조3,277억원

자동차/기계/타이어

Analyst 최원경

02) 3787-5036

heavychoi@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/4)		1,967.81pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	11,800원	3,410원
등락률	-45.76%	87.68%
수익률	절대	상대
1M	-5.7%	-5.5%
6M	1.6%	4.6%
1Y	-45.3%	-42.0%

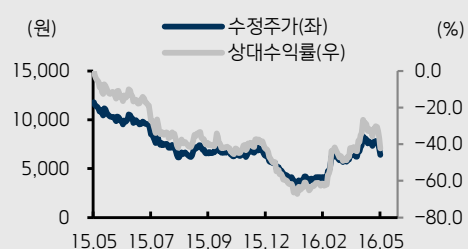
Company Data

발행주식수	207,455천주
일평균 거래량	6,853천주
외국인 지분율	14.02%
배당수익률(16E)	0.00%
BPS(16E)	10,648원
주요 주주	두산중공업 36.40%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	76,886	72,130	61,142	63,402
보고영업이익	4,530	274	5,411	5,388
핵심영업이익	4,530	274	5,411	5,388
EBITDA	7,408	3,237	8,401	8,419
세전이익	-752	-6,641	2,303	2,356
순이익	240	-8,595	1,876	1,861
지배주주지분순이익	420	-8,191	1,876	1,861
EPS(원)	202	-3,948	904	897
증감률(%YoY)	N/A	N/A	N/A	-0.8
PER(배)	48.1	-1.2	7.1	7.1
PBR(배)	0.7	0.5	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	8.5	18.8	6.9	6.7
보고영업이익률(%)	5.9	0.4	8.8	8.5
핵심영업이익률(%)	5.9	0.4	8.8	8.5
ROE(%)	0.8	-35.7	8.9	8.1
순부채비율(%)	157.0	163.4	132.9	121.6

Price Trend



두산인프라코어 (042670)

4월 굴삭기 판매와 두산엔진 지분 스왑에 대한 견해



4월 동사의 중국 굴삭기 판매는 517대로 배기가스 규제에 따른 기저효과에도 불구하고 양호한 수준을 기록하여, 부진할 것이라는 시장의 우려를 불식시킨 것으로 판단된다. 또한, 전일 이슈가 되었던 두산엔진의 두산밥캣에 대한 지분 스왑은 두산엔진에 유리하고 두산인프라코어에 불리한 내용이 아니라 IPO를 위한 사전단계로서 이미 예상되었던 내용이고, 주가에 큰 영향을 줄 요인은 아니라고 판단한다.

>>> 4월 굴삭기 시장 6,466대(-19.7%yoy)

4월 중국 굴삭기 시장은 6,466대로 전년 동기 대비 19.7% 감소했다. 2월과 3월에는 시장이 각각 +41.7%yoy, +18.3%yoy 증가했는데 4월에 감소한 가장 큰 요인은 4월부터 시작된 건설기계에 대한 배기가스 규제(Tier-3, 판매 기준) 때문인 것으로 판단된다. 4월 1일부터는 배기가스 규제를 맞춘 굴삭기만 판매가 가능하고 규제에 따라 제품 가격이 평균 5~7% 정도 인상되기 때문에 2~3월에는 일정 부분 가수요가 있었던 것으로 판단되고, 4월에는 가수요에 따른 역기저 효과 및 규제 대응에 어려움을 겪은 일부 로컬들이 판매에 어려움을 겪음에 따라 시장이 감소세로 전환한 것으로 판단한다. 실제로 3월과 4월 주요 업체들의 M/S를 비교해 보면 Sany(17.2%↔18.5%), Caterpillar(10.7%↔13.5%), Komatsu(6.5%↔7.3%), Doosan(7.6%↔8.0%) 등은 3월 대비 4월 M/S가 더 상승한 반면, Hitachi(7.1%↔5.5%)와 Hyundai(7.2%↔0.1%) 등은 M/S가 크게 하락했음을 알 수 있다.

하지만 2월, 3월의 시장 회복이 단순히 배기가스 규제에 의한 회복이라고 볼 수만은 없는 것은 4월까지 누적으로 중국 굴삭기 시장이 전년 대비 2.9% 증가하고 있기 때문이다. 단순히 배기가스 규제에 따른 회복이었다면 2,3월에는 가수요가 있었다고 치더라도 4월 누적으로는 시장이 감소세를 보였을 것이다. 물론 시장이 본격적으로 회복되고 있다고 속단하기는 이르지만 연초에 전망했던 것처럼 시장이 15% 가량 감소하는 상황이 아닌 것은 분명하며 바닥 역시 확인한 것으로 생각된다.

또한, 향후 시장은 배기가스 규제 발효 및 군소업체의 경쟁력 약화에 따라 Major 6개사 정도가 전체 시장의 60%~70% 이상을 차지하는 과점체제로 재편될 것으로 판단되며 Doosan은 Sany, Caterpillar에 이은 3위권 수준의 시장 지위를 유지할 것으로 생각된다.

>>> 4월 두산인프라코어 판매 517대(-15.7%yoy)

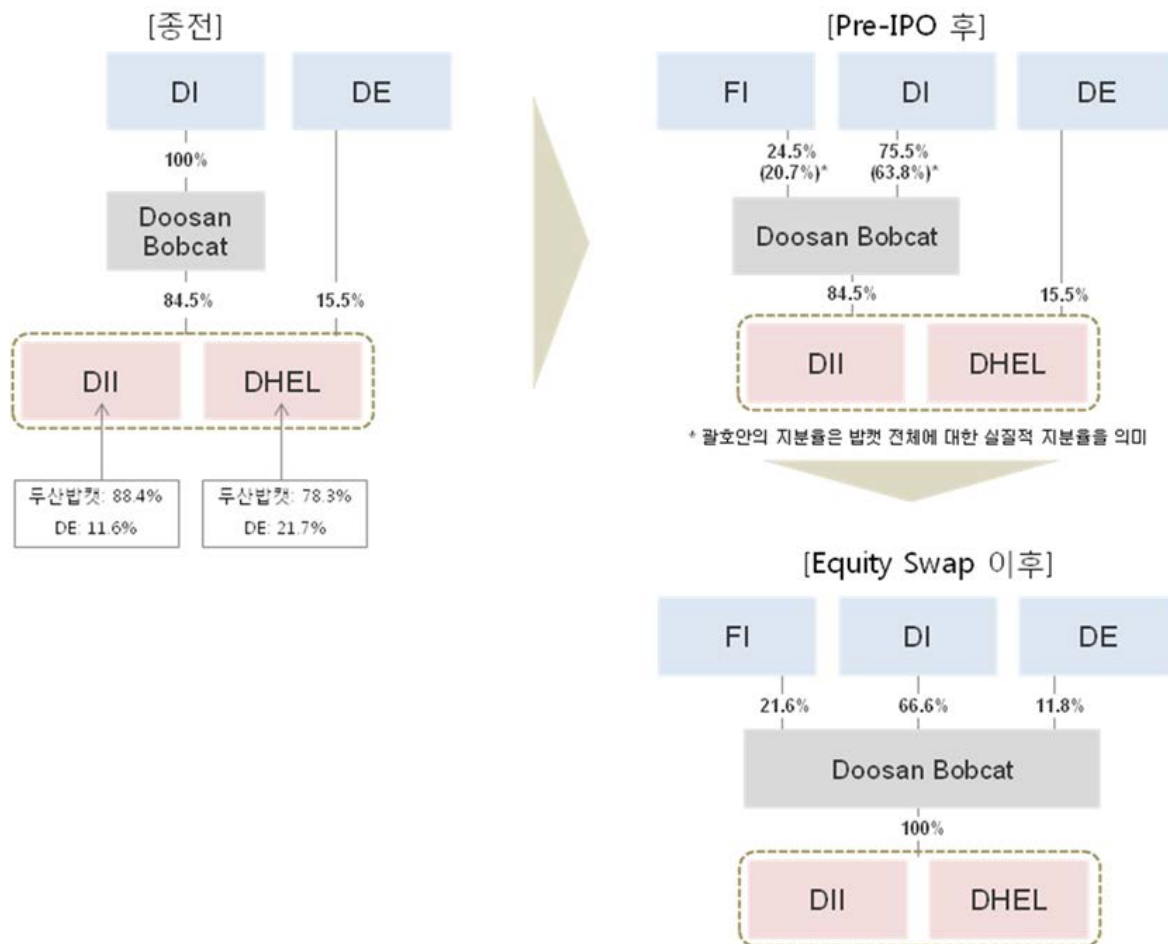
한편, 4월 두산인프라코어의 판매는 517대로 전년 동기의 613대 대비 96대 가량 감소했다. 1분기 실적 발표에서 3월에 약 100여대가 좀 못 되는 수준의 가수요가 있었던 것으로 추정된다고 밝힌 것과 비슷한 수준만큼 감소했다. 시장 일각에서 4월 동사의 굴삭기 판매가 급감할 수 있다고 우려했다는 것을 감안하면 긍정적인 판매로 판단된다. 4월 누적으로는 1,963대를 판매하여 전년동기의 1,770대 대비 여전히 10.9% 증가한 판매 실적을 기록하고 있다.

두산엔진 현물출자가 두산인프라코어에는 부정적이라는 시각은 오해

전일 동사 주가는 두산엔진이 두산밥캣에 대한 현물 출자를 통해 두산밥캣 지분 11.8%를 취득하면서 급락하는 모습을 보였다. 주가 하락의 이유는 “두산엔진이 두산밥캣 지분을 취득함에 따라 두산인프라코어의 두산밥캣에 대한 지분율이 하락한다. 혹은 희석된다”라고 하는 것이었다. 즉, 두산엔진의 두산밥캣에 대한 지분 가치는 부각되고, 두산인프라코어의 두산밥캣에 대한 지분 가치는 희석된다는 논리였다.

하지만 결론적으로 이는 IPO를 위한 사전작업으로 어느 쪽이 유리하고 어느 쪽이 불리한 성질의 것이 아니다. 기존에 DII(미국 밥캣)와 DHEL(유럽 밥캣)은 DI(두산인프라코어)와 DE(두산엔진)가 각각 지분을 보유하고 있었고, 전체 지분율로 보면 DI가 84.5%, DE가 15.5%를 보유하고 있었다. 이후 DI가 밥캣 상장을 위해 보유한 DII와 DHEL 지분을 가지고 두산밥캣을 설립했고, 두산밥캣 지분 일부를 가지고 작년에 Pre-IPO 작업을 한 것이다. 상장의 주체는 두산밥캣이 될 것이기 때문에 두산엔진이 보유한 DII와 DHEL 지분을 두산밥캣과 스왑할 것이라는 것은 이미 어느 정도 예측된 것이었고, 실제로 이번에 일이 이루어진 것이다. 즉, 단순히 DI의 두산밥캣에 대한 지분율이 75.5%에서 이번 딜 이후 66.6%로 하락했다고 이해하는 것은 오류이다. 오히려 DI의 두산밥캣에 대한 실질 지분율은 63.8%에서 66.6%로 상승했고, DE의 두산밥캣에 대한 실질 지분율은 15.5%에서 11.8%로 하락했다. 실질 지분율이 변경된 요인은 DI가 상대적으로 더 많은 지분을 보유하고 있는 DII의 순자산 증가가 DHEL에 비해 많았기 때문으로 추정된다.

두산엔진 현물 출자에 따른 밥캣 지분율 변화



자료: 두산인프라코어

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	77,368	76,886	72,130	61,142	63,402
매출원가	60,893	59,760	56,677	40,553	42,835
매출총이익	16,475	17,126	15,453	20,589	20,567
판매비및일반관리비	12,780	12,596	15,178	15,178	15,178
영업이익(보고)	3,695	4,530	274	5,411	5,388
영업이익(핵심)	3,695	4,530	274	5,411	5,388
영업외손익	-4,265	-5,282	-6,915	-3,108	-3,033
이자수익	194	201	239	243	266
배당금수익	10	4	21	0	0
외환이익	1,505	1,147	1,942	0	0
이자비용	3,124	2,916	2,908	2,513	2,411
외환손실	1,356	1,553	2,889	0	0
관계기업지분손익	-270	-347	-380	-88	-88
투자및기타자산처분손익	-66	-36	276	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-947	-1,393	-303	0	0
기타	-211	-387	-2,913	-750	-800
법인세차감전이익	-570	-752	-6,641	2,303	2,356
법인세비용	440	-992	1,954	507	495
유효법인세율 (%)	-77.2%	131.9%	-29.4%	22.0%	21.0%
당기순이익	-1,009	240	-8,595	1,876	1,861
지배주주지분순이익(억원)	-1,018	420	-8,191	1,876	1,861
EBITDA	6,436	7,408	3,237	8,401	8,419
현금순이익(Cash Earnings)	1,732	3,118	-5,633	4,867	4,891
수정당기순이익	785	-216	-8,561	1,876	1,861
증감율(% YoY)					
매출액	-5.2	-0.6	-6.2	-15.2	3.7
영업이익(보고)	2.0	22.6	-93.9	1,871.7	-0.4
영업이익(핵심)	2.0	22.6	-93.9	1,871.7	-0.4
EBITDA	5.6	15.1	-56.3	159.5	0.2
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.8
EPS	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.8
수정순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	-0.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015	2016E	2017E
영업활동현금흐름	4,819	2,313	2,367	8,794	4,784
당기순이익	-1,009	240	-8,595	1,876	1,861
감가상각비	1,777	1,764	1,723	1,800	1,840
무형자산상각비	964	1,115	1,240	1,191	1,191
외환손익	0	0	0	0	0
자산처분손익	97	55	43	0	0
지분법손익	80	347	380	88	88
영업활동자산부채 증감	1,240	-1,004	2,001	2,570	-1,511
기타	1,671	-204	5,575	1,269	1,315
투자활동현금흐름	-5,953	-4,285	-969	-3,149	-3,149
투자자산의 처분	-2,653	-1,397	1,790	0	0
유형자산의 처분	26	77	87	0	0
유형자산의 취득	-2,393	-2,148	-2,148	-3,149	-3,149
무형자산의 처분	-933	-817	-698	0	0
기타	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	-802	2,814	820	-7,716	0
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-4,760	3,145	-5,751	0	0
자본의 증가	4,136	0	0	0	0
배당금지급	-179	-284	-350	0	0
기타	0	-48	6,921	0	0
현금및현금성자산의순증가	-1,747	751	1,970	-2,071	1,635
기초현금및현금성자산	4,625	2,878	3,630	5,600	3,529
기말현금및현금성자산	2,878	3,630	5,600	3,529	5,165
Gross Cash Flow	3,580	3,317	366	6,224	6,295
Op Free Cash Flow	4,349	3,439	2,392	7,823	3,759

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	37,062	40,195	38,760	31,934	34,909
현금및현금성자산	2,878	3,630	5,600	3,529	4,544
유동금융자산	5,215	5,593	3,909	3,909	4,445
매출채권및유동채권	13,298	12,356	12,317	10,440	10,826
재고자산	14,895	17,051	15,557	13,187	13,976
기타유동비금융자산	776	1,566	1,377	868	1,118
비유동자산	77,753	79,379	75,072	89,963	91,288
장기매출채권및기타비유동채권	29	91	25	21	22
투자자산	1,960	2,402	1,870	1,870	1,870
유형자산	22,566	22,826	22,541	23,889	25,198
무형자산	47,399	46,326	44,237	44,237	44,237
기타비유동자산	5,799	7,734	6,399	19,946	19,960
자산총계	114,815	119,574	113,832	121,897	126,196
유동부채	27,537	32,945	39,612	29,710	30,159
매입채무및기타유동채무	11,193	12,189	10,636	9,016	9,349
단기차입금	7,304	11,538	12,568	12,568	12,568
유동성장기차입금	5,118	4,633	11,288	3,572	3,572
기타유동부채	3,922	4,586	5,120	4,555	4,671
비유동부채	51,788	53,746	43,191	58,277	60,266
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채발행장기차입금	44,025	44,684	36,362	36,362	36,362
기타비유동부채	7,763	9,062	6,829	21,916	23,904
부채총계	79,325	86,691	82,802	87,987	90,426
자본금	10,373	10,373	10,373	10,373	10,373
주식발행초과금	2,287	2,287	2,287	2,287	2,287
이익잉여금	13,135	12,958	4,756	6,632	8,493
기타자본	-1,009	-2,709	-2,285	2,798	2,798
지배주주지분자본총계	29,869	27,991	20,214	22,090	23,951
비지배주주지분자본총계	5,622	4,891	10,816	11,820	11,820
자본총계	35,490	32,883	31,030	33,910	35,771
순차입금	48,353	51,633	50,709	45,063	43,513
총차입금	56,447	60,855	60,217	52,501	52,501

투자지표

(단위: 원, %, 배)

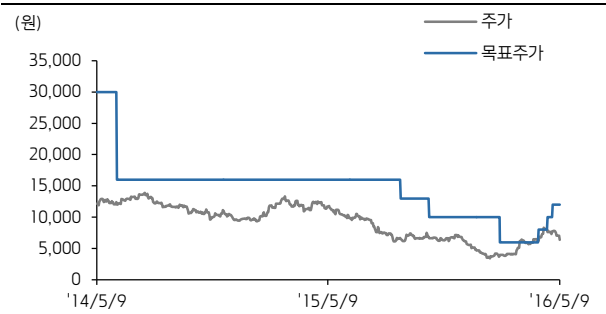
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	-596	202	-3,948	904	897
BPS	14,398	13,493	9,744	10,648	11,545
주당EBITDA	3,771	3,571	1,560	4,050	4,058
CFPS	1,015	1,503	-2,715	2,346	2,358
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-21.1	48.1	-1.2	7.1	7.1
PBR	0.9	0.7	0.5	0.6	0.6
EV/EBITDA	11.5	8.5	18.8	6.9	6.7
PCFR	12.4	6.5	-1.7	2.7	2.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.8	5.9	0.4	8.8	8.5
영업이익률(핵심)	4.8	5.9	0.4	8.8	8.5
EBITDA margin	8.3	9.6	4.5	13.7	13.3
순이익률	-1.3	0.3	-11.9	3.1	2.9
자기자본이익률(ROE)	-3.7	0.8	-35.7	8.9	8.1
투자자본이익률(ROIC)	7.0	8.6	0.5	10.7	10.5
안정성(%)					
부채비율	223.5	263.6	266.8	259.5	252.8
순차입금비율	136.2	157.0	163.4	132.9	121.6
이자보상배율(배)	1.2	1.6	0.1	2.2	2.2
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	6.0	5.8	5.4	6.0
재고자산회전율	4.9	4.8	4.4	4.3	4.7
매입채무회전율	7.1	6.6	6.3	6.2	6.9

- 당사는 5월 9일 현재 '두산인프라코어' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
두산인프라코어 (042670)	2014-06-10	BUY(Maintain)	16,000원
	2014-07-09	BUY(Maintain)	16,000원
	2014-07-14	BUY(Maintain)	16,000원
	2014-07-28	BUY(Maintain)	16,000원
	2014-10-08	BUY(Maintain)	16,000원
	2014-10-30	BUY(Maintain)	16,000원
	2015-02-24	BUY(Maintain)	16,000원
	2015-04-20	BUY(Maintain)	16,000원
	2015-06-09	BUY(Maintain)	16,000원
	2015-07-13	BUY(Maintain)	16,000원
	2015-09-01	BUY(Maintain)	13,000원
	2015-10-16	BUY(Maintain)	10,000원
	2016-02-05	BUY(Maintain)	6,000원
	2016-03-03	BUY(Maintain)	6,000원
	2016-04-06	BUY(Maintain)	8,000원
	2016-04-20	BUY(Maintain)	10,000원
	2016-04-28	BUY(Maintain)	12,000원
	2016-05-10	BUY(Maintain)	12,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2015/3/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%