



BUY(Maintain)

목표주가: 12,000원

주가(7/18): 7,600원

시가총액: 15,767억원

자동차/기계/타이어

Analyst 최원경

02) 3787-5036 heavychoi@kiwoom.com

RA 장형석

02) 3787-4945 jayjang@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/18)		2,021.11pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	8,540원	3,410원
등락률	-11.01%	122.87%
수익률	절대	상대
1M	14.8%	11.0%
6M	106.0%	91.4%
1Y	-15.9%	-13.6%

Company Data

발행주식수	207,455천주
일평균 거래량(3M)	3,499천주
외국인 지분율	9.73%
배당수익률(16E)	0.00%
BPS(16E)	10,968원
주요 주주	두산중공업
	36.40%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	72,130	59,949	61,696	61,696
보고영업이익(억원)	274	5,715	5,465	5,465
EBITDA(억원)	3,237	8,477	8,420	8,420
세전이익(억원)	-6,641	3,255	2,496	2,523
순이익(억원)	-8,595	2,587	1,972	1,994
자배주주지분(억원)	-8,191	2,587	1,972	1,994
EPS(원)	-3,948	1,247	950	961
증감율(%YoY)	N/A	N/A	-23.8	1.1
PER(배)	-1.2	6.1	8.0	7.9
PBR(배)	0.5	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	18.8	6.9	6.8	6.7
보고영업이익률(%)	0.4	9.5	8.9	8.9
핵심영업이익률(%)	0.4	9.5	8.9	8.9
ROE(%)	-35.7	12.0	8.3	7.8
순부채비율(%)	163.4	122.1	112.9	104.4

Price Trend

 실적 Review

두산인프라코어 (042670)

2Q16 Review - 어닝 서프라이즈



시장 일각에서는 하반기 밥캣 상장 이후 동사의 주가 하락을 걱정하는 시각이 있다. 전체 영업이익에 기여도가 높은 유력 자회사의 IPO라는 측면에서 논리적 근거가 전혀 없는 가설은 아니지만, 밥캣 상장 및 구주 매출을 감안해도 동사의 적정가치(현재 업황 기준)는 최소 2조원 ~2.3조원 수준이라고 판단된다. 여전히 저평가 영역에 있다. 투자의견 Buy, 목표주가 12,000원을 유지한다.

>>> 2Q16 실적 Review – 두 분기 연속 어닝 서프라이즈

동사의 2분기 영업이익은 1,735억원을 기록하여 전년 동기의 765억원 대비 126.8%yoY 증가하였으며, 전 분기의 1,112억원 대비로도 56.0% 개선되었다. 1분기에 이은 두 분기 연속 어닝 서프라이즈이다.

2분기 어닝 서프라이즈의 가장 큰 동인은 작년의 대규모 구조조정(직원수 14년말 14,600명, 15년말 10,900명)에 따른 각종 비용 감축이 가장 큰 요인으로 이러한 비용 감소 효과는 하반기에도 이어질 것이다.

사업부별로 보면 밥캣의 실적 호조(2분기 1,491억원)가 가장 큰 기여를 했지만, 중국 사업부가 2분기 연속 흑자(2분기 영업이익 약 100억원 정도)를 기록했다는 점과 엔진 사업부의 수익성이 크게 개선되고 있다는 점도 주목할 만하다고 생각된다.

>>> 중국과 APEM, 엔진 사업부의 실적 개선에 주목

시장 일각에서는 하반기 밥캣 상장 이후 동사의 주가 하락을 걱정하는 시각이 있다. 전체 영업이익에 기여도가 높은 유력 자회사의 IPO라는 측면에서 논리적 근거가 전혀 없는 가설은 아니지만 간과하고 있는 부분도 있다고 생각된다. ① 중국 굴삭기 시장이 16년 들어 확실히 바닥을 확인하는 모습을 보이고 있으며, 채널(대리상) 구조조정을 완료한 동사는 시장 이상의 판매 실적을 보이고 있다(6년만에 상승 전환). 이런 실적에 힘입어 중국 사업부는 현재 시황에서도 연간 150~200억원 정도 영업이익 창출이 가능한 구조로 변모하였다. ② 엔진 사업부의 수익성이 본격화되고 있다. 2분기의 높은 수익성(영업이익 187억원)과 하반기 국내 농기계 3사로의 G2엔진 납품 시작을 감안할 때 연간 600억원의 영업이익 달성을 무난하다고 생각된다. ③ 본사를 포함한 APEM 판매도 2분기에는 판매 감소폭이 크게 감소되었고, 판매 감소(연간 -15% 가정)를 가정해도 연간 250~300억원의 영업이익 달성을 가능하다고 판단된다. 즉, 밥캣을 제외하고 현재의 Heavy 업황이 지속된다면 해도 연간 영업이익 1,000~1,100억원 달성을 가능한 것이다. 밥캣 IPO가 무사히 끝나면 동사의 본사 기준 이자비용은 500억원 수준 이하로 하락할 전망이며, 이 경우 순이익도 400~500억원 가량 창출이 가능하다. 본사 가치(4,000~5,000억원)와 구주 매출 이후의 밥캣 지분 가치(1.8조원, 당사 추정)를 감안하면 현 주가는 여전히 저평가되어 있다고 판단된다.

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	76,886	72,130	59,949	61,696	61,696
매출원가	59,760	56,677	39,874	41,871	41,871
매출총이익	17,126	15,453	20,075	19,825	19,825
판매비및일반관리비	12,596	15,178	14,360	14,360	14,360
영업이익(보고)	4,530	274	5,715	5,465	5,465
영업이익(핵심)	4,530	274	5,715	5,465	5,465
영업외손익	-5,282	-6,915	-2,459	-2,969	-2,941
이자수익	201	239	157	150	178
배당금수익	4	21	0	0	0
외환이익	1,147	1,942	870	0	0
이자비용	2,916	2,908	2,408	2,232	2,232
외환손실	1,553	2,889	643	0	0
관계기업지분법손익	-347	-380	-66	-88	-88
투자및기타자산처분손익	-36	276	18	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1,393	-303	126	0	0
기타	-387	-2,913	-513	-800	-800
법인세차감전이익	-752	-6,641	3,255	2,496	2,523
법인세비용	-992	1,954	760	524	530
유효법인세율 (%)	131.9%	-29.4%	23.3%	21.0%	21.0%
당기순이익	240	-8,595	2,587	1,972	1,994
지배주주지분순이익(억원)	420	-8,191	2,587	1,972	1,994
EBITDA	7,408	3,237	8,477	8,420	8,420
현금순이익(Cash Earnings)	3,118	-5,633	5,349	4,927	4,948
수정당기순이익	-216	-8,561	2,477	1,972	1,994
증감율(% YoY)					
매출액	-0.6	-6.2	-16.9	2.9	0.0
영업이익(보고)	22.6	-93.9	1,982.6	-4.4	0.0
영업이익(핵심)	22.6	-93.9	1,982.6	-4.4	0.0
EBITDA	15.1	-56.3	161.9	-0.7	0.0
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	-23.8	1.1
EPS	N/A	N/A	N/A	-23.8	1.1
수정순이익	N/A	N/A	N/A	-20.4	1.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	2,313	2,367	8,818	3,234	3,362
당기순이익	240	-8,595	2,587	1,972	1,994
감가상각비	1,764	1,723	1,647	1,840	1,840
무형자산상각비	1,115	1,240	1,115	1,115	1,115
외환손익	0	0	-227	0	0
자산처분손익	55	43	108	0	0
지분법손익	347	380	66	88	88
영업활동자산부채 증감	-1,004	2,001	2,388	-2,701	-2,651
기타	-204	5,575	1,134	921	976
투자활동현금흐름	-4,285	-969	-1,163	-2,192	-2,192
투자자산의 처분	-1,397	1,790	1,240	0	0
유형자산의 처분	77	87	292	0	0
유형자산의 취득	-2,148	-2,148	-2,192	-2,192	-2,192
무형자산의 처분	-817	-698	-93	0	0
기타	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	2,814	820	-10,820	0	0
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	3,145	-5,751	-2,330	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-284	-350	0	0	0
기타	-48	6,921	-130	0	0
현금및현금성자산의순증가	751	1,970	-3,123	1,043	1,170
기초현금및현금성자산	2,878	3,630	5,600	2,477	3,131
기말현금및현금성자산	3,630	5,600	2,477	3,520	4,301
Gross Cash Flow	3,317	366	6,430	5,935	6,012
Op Free Cash Flow	3,439	2,392	8,580	3,527	3,577

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	40,195	38,760	35,179	38,948	42,324
현금및현금성자산	3,630	5,600	2,477	3,131	3,856
유동금융자산	5,593	3,909	2,682	3,020	3,357
매출채권및유동채권	12,356	12,317	10,237	10,535	10,535
재고자산	17,051	15,557	12,930	13,600	13,907
기타유동비금융자산	1,566	1,377	6,853	8,662	10,669
비유동자산	79,379	75,072	70,160	70,513	70,865
장기매출채권및기타비유동채권	91	25	51	52	52
투자자산	2,402	1,870	1,320	1,320	1,320
유형자산	22,826	22,541	18,770	19,122	19,474
무형자산	46,326	44,237	44,310	44,310	44,310
기타비유동자산	7,734	6,399	5,709	5,709	5,709
자산총계	119,574	113,832	105,339	109,461	113,190
유동부채	32,945	39,612	32,487	32,902	32,902
매입채무및기타유동채무	12,189	10,636	8,840	9,097	9,097
단기차입금	11,538	12,568	10,907	10,907	10,907
유동성장기차입금	4,633	11,288	6,100	6,100	6,100
기타유동부채	4,586	5,120	6,641	6,798	6,798
비유동부채	53,746	43,191	37,958	39,694	41,429
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	44,684	36,362	30,774	30,774	30,774
기타비유동부채	9,062	6,829	7,183	8,920	10,654
부채총계	86,691	82,802	70,445	72,596	74,330
자본금	10,373	10,373	10,373	10,373	10,373
주식발행초과금	2,287	2,287	2,287	2,287	2,287
이익잉여금	12,958	4,756	6,916	8,888	10,881
기타자본	-2,709	-2,285	-1,905	-1,905	-1,905
지배주주지분자본총계	27,991	20,214	22,753	24,725	26,719
비지배주주지분자본총계	4,891	10,816	12,141	12,141	12,141
자본총계	32,883	31,030	34,894	36,866	38,859
순차입금	51,633	50,709	42,622	41,630	40,568
총차입금	60,855	60,217	47,781	47,781	47,781

투자지표

(단위: 원, 배, %)

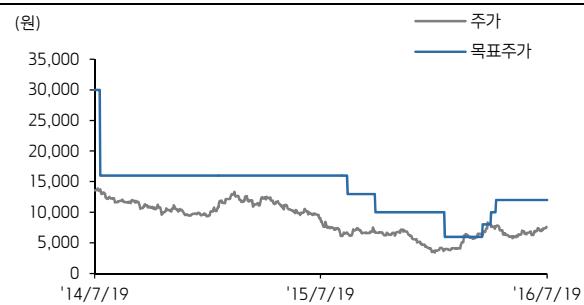
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	202	-3,948	1,247	950	961
BPS	13,493	9,744	10,968	11,918	12,879
주당EBITDA	3,571	1,560	4,086	4,059	4,059
CFPS	1,503	-2,715	2,578	2,375	2,385
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	48.1	-1.2	6.1	8.0	7.9
PBR	0.7	0.5	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.5	18.8	6.9	6.8	6.7
PCFR	6.5	-1.7	2.9	3.2	3.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.9	0.4	9.5	8.9	8.9
영업이익률(핵심)	5.9	0.4	9.5	8.9	8.9
EBITDA margin	9.6	4.5	14.1	13.6	13.6
순이익률	0.3	-11.9	4.3	3.2	3.2
자기자본이익률(ROE)	0.8	-35.7	12.0	8.3	7.8
투하자본이익률(ROIC)	8.6	0.5	11.5	11.0	10.4
안정성(%)					
부채비율	263.6	266.8	201.9	196.9	191.3
순차입금비율	157.0	163.4	122.1	112.9	104.4
이자보상배율(배)	1.6	0.1	2.4	2.4	2.4
활동성(배)					
매출채권회전율	6.0	5.8	5.3	5.9	5.9
재고자산회전율	4.8	4.4	4.2	4.7	4.5
매입채무회전율	6.6	6.3	6.2	6.9	6.8

- 당사는 7월 18일 현재 '두산인프라코어' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
두산인프라코어 (042670)	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
	2016-06-09	BUY(Maintain)	12,000원
	2016-07-19	BUY(Maintain)	12,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비+20%이상주가상승예상
Outperform(시장수익률상회)	시장대비+10~+20%주가상승예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비+10~-10%주가변동예상
Underperform(시장수익률하회)	시장대비-10~-20%주가하락예상
Sell(매도)	시장대비-20%이하주가하락예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight(비중확대)	시장대비+10%이상초과수익예상
Neutral(중립)	시장대비+10~-10%변동예상
Underweight(비중축소)	시장대비-10%이상초과하락예상

투자등급 비율 통계 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%