

두산인프라코어(042670)

- 3Q17 Review 또또 서프라이즈

3Q17 Review 또또 서프라이즈

- 3Q17 연결기준 실적은 매출액 1조 5,845억원 (+21.6% yoy) 영업이익 1,439억원 (+36.0% yoy) 영업이익률 9.1%(+1.0%p yoy)으로 컨센서스(영업이익 1,377억원)를 4.3% 초과했다. 1분기, 2분기 실적도 각각 컨센서스를 10.5%, 15.8% 상회한 이후 올해 내내 서프라이즈를 이어갔다. 3분기는 통상 연중 가장 비수기임에도 별도 실적에서 흑자를 낼 수 있음을 보여줬다.
- 부문별 실적에서는 헤비*가 매출액 4,340억원(+43.5% yoy) 영업이익 232억원(흑자 전환 yoy)으로 실적 성장을 견인했다. 중국시장 매출액이 1,757억원(+143.0% yoy)으로 급증세가 지속되었고 APEM* 매출액도 2,583억원(+12.3% yoy)으로 견조한 성장을 이어갔다.
- 엔진 부문은 매출액이 1,387억원(+15.2% yoy)으로 상승했으며 G2엔진 납품증가와 중국형 CKD 증가, 외부형 판매증가로 영업이익이 198억원(+92.2% yoy)으로 급증했다.
- 두산밥캣은 매출액 1조 119억원(+15.1% yoy) 영업이익 1,010억원(-2.1% yoy)으로 컨센서스(영업이익 1,083억원)를 크게 벗어나지 않았다.

중국시장 여전한 강세, 눈높이 추가 상향

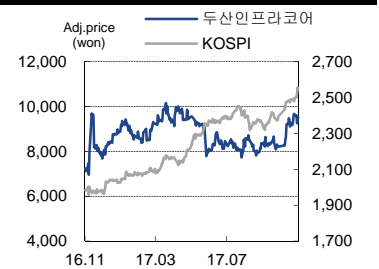
- 3Q17 중국 굴삭기 판매량은 2.4만대(+107.2% yoy)를 기록했다. 동기 동사는 1,786대(+114.1% yoy)를 판매해 시장 성장을 초과했다. 3Q17 평균 점유율도 7.3%(+0.2%p yoy)로 선방했고 연간 누적 8.3%(+0.9%p yoy)를 기록 중이다. 딜러망 선제조정, 신모델 경쟁력 등으로 수익성 위주의 판매 전략을 취하고 있지만 점유율이 상승하고 있다. 성장 흐름이 4Q17까지 지속된다면 올해 연간 시장은 13만대까지 증가할 수 있으며 회사측은 예상치를 기존 11만대에서 12.5만대로 추가 상향했다.
- 급격한 중국시장 회복에 대한 지속가능성은 시각차가 있을 수 있다. 그러나 과거 10년 평균 연간 판매량이 10만대 수준이었고 2014~2016년 평균 판매량이 6.6만대에 그쳐 이연물량이 쌓여 있다. 과잉시장으로 보기보단 정상화 과정으로 보는 것이 맞다고 판단된다. 아울러 원자재가 회복에 따른 자원개발 투자와 각국의 인프라 투자 움직임이 반영되고 있는 것으로 생각된다. 내년 성장폭은 당연히 줄어들겠지만 현재 분위기에서 성장세가 쉽게 꺾이지는 것으로 보인다. 아울러 중대형 판매가 증가하며 중국 굴삭기 평균판매가격(ASP)이 전년비 21% 증가해 성장 폭을 확대하고 있다.

Rating	매수(유지)
Target Price	12,000원
Previous	11,000원

주가지표

KOSPI(11/02)	2,546P
KOSDAQ(11/02)	695P
현재주가(11/02)	9,510원
시가총액	19,733억원
총발행주식수	20,750만주
120일 평균거래대금	2,242억원
52주 최고주가	10,150원
최저주가	6,960원
유동주식비율	63.6%
외국인지분율(%)	10.8%
주요주주	두산중공업 외 8인 (36.4%)
	국민연금 (6.0%)

상대주가차트



매수 투자 의견, 목표주가 1.2만원으로 상향

- 실적 성장치를 반영해 올해와 내년 추정 지배순이익을 각각 +38.4%, +32.7% 상향했다. 매수 투자 의견을 유지하며 목표주가를 기존 1.1만원에서 1.2만원으로 상향했다. 목표주가는 내년 추정 BPS 11,080원에 타깃 PBR 1.15배를 적용해 산정했다. 글로벌 인프라 투자가 지속적으로 개선되고 있어 탐티어 업체들과 함께 꾸준한 수혜를 받을 것으로 기대한다.

* 헤비(Heavy) 부문: 건설기계사업부에서 두산바벳의 컴팩트 장비 부문을 제외한 전체 제품. 굴삭기, 휠로더 등. 지역적으로는 중국, 국내 신흥국 등이 합산됨.

*APEM: 지역구분 중 신흥국을 통칭. 아시아퍼시픽 & 이머징마켓

결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2014A	76,886	4,530	240	420	202	48.1	0.7	10.4	5.9%	0.7%	-4.0%
2015A	59,649	-951	-8,595	-8,191	-3,948	-1.2	0.5	35.6	-1.6%	-26.9%	0.6%
2016A	57,296	4,908	1,160	632	305	29.0	0.9	9.3	8.6%	3.5%	-3.4%
2017F	65,790	6,788	3,091	2,133	1,028	9.3	1.0	7.7	10.3%	9.0%	5.3%
2018F	68,093	7,050	3,279	2,263	1,091	8.7	0.9	6.9	10.4%	9.0%	5.8%

자료: 두산인프라코어, 한양증권 리서치센터 추정 *K-IFRS 연결 기준

〈도표1〉 3Q17 Review 또또 써프라이즈

(단위: 억원, %, %p)

	3Q16	2Q17	3Q17p	yoy	qoq	컨센서스	차이
매출액	13,021	17,734	15,845	21.7%	-10.7%	15,339	3.3%
영업이익	1,058	2,147	1,439	36.0%	-33.0%	1,377	4.5%
opm	8.1%	12.1%	9.1%	+1.0%p	-3.0%p	9.0%	+0.1%p
순금융비용	478	454	476	-0.4%	+4.8%		
외환손익	283	78	115				
순이익	357	836	772	+116.0%	-7.7%	402	92.0%

자료: 두산인프라코어, 한양증권 리서치센터

〈도표2〉 건설기계 부문 지역별 매출액 추이

(단위: 억원)

지역	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17
NAO	6,826	7,308	7,099	6,840	28,073	6,621	7,568	5,881	6,004	26,074	6,326	6,991	6,849
EMEA	2,243	2,929	2,527	2,595	10,294	2,549	3,067	2,437	2,549	10,602	2,461	3,160	2,723
China	985	1,144	644	618	3,391	1,362	1,158	723	1,094	4,337	2,210	2,584	1,757
APEM	3,395	2,757	2,217	1,843	10,212	2,336	2,610	2,301	1,933	9,180	3,103	2,999	2,583
Others*	350	545	514	489	1,898	520	509	475	611	2,115	487	593	532
합계	13,799	14,683	13,001	12,385	53,868	13,388	14,912	11,817	12,191	52,308	14,587	16,327	14,444

자료: 두산인프라코어, 한양증권 리서치센터

〈도표3〉 중국 굴삭기 시장 및 동사 판매량

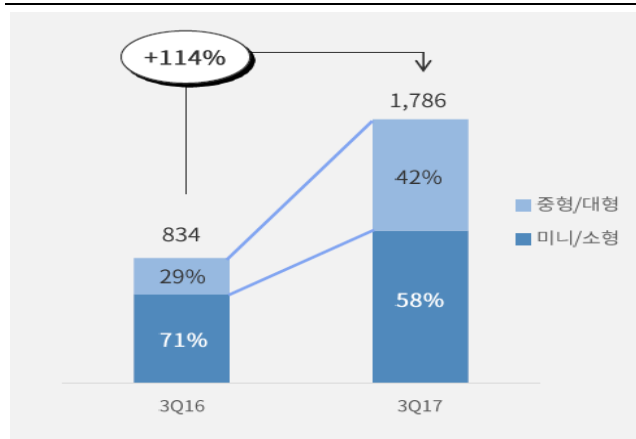
(단위: 대, %)

		1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	합계
2014	시장	4,096	9,017	19,277	12,471	7,392	5,752	4,209	4,000	4,137	4,499	4,668	4,910	84,428
	동사	358	839	1,803	1,002	577	398	270	216	259	316	355	512	6,905
	M/S	8.7%	9.3%	9.4%	8.0%	7.8%	6.9%	6.4%	5.4%	6.3%	7.0%	7.6%	10.4%	8.2%
2015	시장	3,437	2,417	11,995	8,837	5,120	3,555	2,600	2,529	2,689	2,987	3,249	3,460	52,875
	동사	179	153	828	613	360	250	165	163	198	191	191	235	3,526
	M/S	5.2%	6.3%	6.9%	6.9%	7.0%	7.0%	6.3%	6.4%	7.4%	6.4%	5.9%	6.8%	6.7%
2016	시장	2,483	3,199	13,096	6,462	4,778	3,651	3,093	3,859	4,856	5,344	5,934	6,158	62,913
	동사	167	278	1,001	517	387	233	230	261	343	398	449	385	4,649
	M/S	6.7%	8.7%	7.6%	8.0%	8.1%	6.4%	7.4%	6.8%	7.1%	7.4%	7.6%	6.3%	7.4%
2017	시장	3,946	13,908	20,588	13,668	10,486	8,225	6,993	7,952	9,525				95,291
	동사	295	1,202	1,701	1,217	914	766	514	554	718				7,881
	M/S	7.5%	8.6%	8.3%	8.9%	8.7%	9.3%	7.4%	7.0%	7.5%				8.3%

자료: 두산인프라코어, 한양증권 리서치센터

〈도표4〉 중국 굴삭기 판매대수 및 Mix 추이

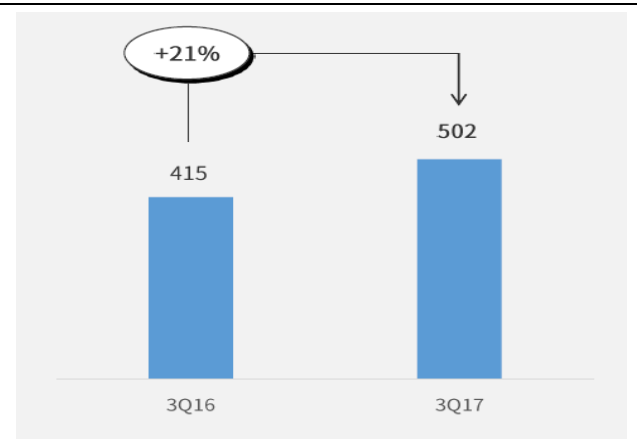
(단위: 대)



자료: 두산인프라코어, 한양증권 리서치센터

〈도표5〉 중국 굴삭기 평균판매가격 추이

(단위: 천 RMB)



자료: 두산인프라코어, 한양증권 리서치센터

〈도표6〉 실적 추정치 변경

(단위: 억원, %, %p)

	'16	'17E			'18E		
		기준	변경	변동률	기준	변경	변동률
매출액	57,296	62,280	65,790	5.6%	64,647	68,093	5.3%
영업이익	4,908	5,949	6,788	14.1%	6,147	7,050	14.7%
opm	8.6%	9.6%	10.3%	0.8%p	9.5%	10.4%	0.8%p
세전이익	1,160	4,850	5,440	12.2%	5,150	5,703	10.7%
지배순이익	632	1,541	2,133	38.4%	1,705	2,263	32.7%

자료: 두산인프라코어, 한양증권 리서치센터 추정

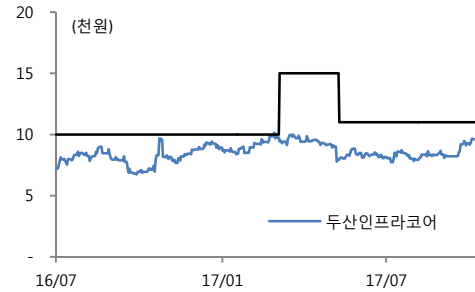
〈도표7〉 실적 추이

(단위: 억원, %, %p)

	'15	'16	'17E	'18E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E
매출액	59,649	57,296	65,790	68,093	14,336	16,183	13,021	13,755	15,616	17,734	15,845	16,595
yoy	-22.4%	-3.9%	14.8%	3.5%	-24.7%	-18.2%	-24.7%	226.1%	8.9%	9.6%	21.7%	20.6%
건기	59,139	52,251	60,599	62,843	13,368	14,861	11,831	12,191	14,587	16,353	14,459	15,200
yoy	3.6%	-11.6%	16.0%	3.7%	-7.8%	-10.2%	-14.5%	-14.5%	9.1%	10.0%	22.2%	24.7%
발켓	38,791	38,792	40,687	35,017	9,700	11,135	8,793	9,164	9,274	10,744	10,119	10,550
yoy	2.6%	0.0%	4.9%	-13.9%	9.0%	6.1%	-8.3%	-6.6%	-4.4%	-3.5%	15.1%	15.1%
해비	20,348	13,459	19,912	27,826	3,668	3,726	3,038	3,027	5,313	5,609	4,340	4,650
yoy	5.8%	-33.9%	47.9%	39.7%	-34.4%	-38.5%	-28.6%	-31.9%	44.8%	50.5%	42.9%	53.6%
공기	13,827	13,055										
yoy	4.4%	-5.6%										
엔진	7,063	5,044	5,191	5,250	968	1,322	1,190	1,564	1,029	1,380	1,387	1,395
yoy	7.3%	-28.6%	2.9%	1.1%	-41.0%	-25.7%	-27.7%	-21.7%	6.3%	4.4%	16.6%	-10.8%
매출원가	60,928	63,670	46,173	47,893	11,063	12,339	10,008	6,289	11,915	13,376		12,529
원가율	102.1%	111.1%	70.2%	70.3%	77.2%	76.2%	76.9%	45.7%	76.3%	75.4%		75.5%
매출총이익	17,757	18,320	19,617	20,200	3,273	3,844	3,012	7,466	3,702	4,358		4,066
판관비	12,591	12,688	12,829	13,150	2,161	2,109	1,955	6,463	2,218	2,211		2,348
판관비율	21.1%	22.1%	19.5%	19.3%	15.1%	13.0%	15.0%	0.0%	14.2%	12.5%		14.1%
영업이익	(951)	4,908	6,788	7,050	1,112	1,735	1,058	1,003	1,484	2,147	1,439	1,718
yoy	-121.0%	-616.2%	38.3%	3.9%	17.8%	35.0%	428.1%	-131.4%	33.4%	23.8%	36.0%	-19.4%
opm	-1.6%	8.6%	10.3%	10.4%	7.8%	10.7%	8.1%	7.3%	9.5%	12.1%	9.1%	9.1%
건기	2,705	4,374	6,043	6,290	1,026	1,548	969	831	1,402	1,886	1,242	1,513
yoy	8.0%	61.7%	38.2%	4.1%	128.5%	59.3%	59.1%	41.6%	36.6%	21.8%	28.2%	82.1%
opm	4.6%	8.4%	10.0%	10.0%	7.7%	10.4%	8.2%	6.8%	9.6%	11.5%	8.6%	10.0%
발켓	3,470	4,203	4,536	4,412	857	1,491	1,094	761	933	1,360	1,010	1,233
yoy	7.8%	21.1%	7.9%	-2.7%	36.0%	62.1%	25.7%	-27.5%	8.9%	-8.8%	-7.7%	62.0%
opm	8.9%	10.8%	11.1%	12.6%	8.8%	13.4%	12.4%	8.3%	10.1%	12.7%	10.0%	11.7%
해비	(853)	171	1,507	1,878	169	57	(125)	70	469	526	232	280
yoy	19.3%	-120.0%	781.3%	24.6%	-193.4%	9.6%	-52.1%	-115.1%	177.5%	822.8%	-285.6%	300.0%
opm	-4.2%	1.3%	7.6%	6.7%	4.6%	1.5%	-4.1%	2.3%	8.8%	9.4%	5.3%	6.0%
공기	1,745	1,785										
yoy	11.0%	2.3%										
opm	12.6%	13.7%										
엔진	660	588	746	760	86	187	89	172	82	261	198	205
yoy	45.4%	-10.9%	26.9%	1.9%	-40.7%	20.6%	-15.2%	-32.5%	-4.7%	39.6%	122.5%	19.2%
opm	9.3%	11.7%	14.4%	14.5%	8.9%	14.1%	7.5%	11.0%	8.0%	18.9%	14.3%	14.7%
세전이익	(7,811)	821	5,440	5,703	959	892	737	(1,767)	1,332	1,507	1,280	1,322
법인세비용	(785)	(339)	2,349	2,424	255	424	387	(1,404)	588	671	507	582
법인세율	16.8%	-41.4%	43.2%	42.5%	26.5%	47.5%	52.4%	79.5%	44.2%	44.5%	39.7%	44.0%
당기순이익	(8,595)	1,160	3,091	3,279	796	2,278	357	(2,272)	743	836	772	740
지배순이익	(404)	528	2,133	2,263	470	1,995	431	(2,265)	518	603	516	495
nim	-0.7%	0.9%	3.2%	3.3%	3.3%	12.3%	3.3%	-16.5%	3.3%	3.4%	3.3%	3.0%

자료: 두산인프라코어, 한양증권 리서치센터 추정

TP Trend



■ Compliance Notice

- 본 자료 발간일 현재 등 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다
 - 본 자료 발간일 현재 당사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1%이상 보유 등 중대한 이해관계가 없습니다.
 - 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 공표 이전에 특정기관 또는 제3자에게 사전 제공 된 사실이 없습니다.
 - 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자:이동현)
 - 기업 투자 의견
 - 매수: 향후 12개월간 15% 이상 상승 예상
 - 중립: 향후 12개월간 +15 ~ -15% 내 변동 예상
 - 매도: 향후 12개월간 15% 이상 하락 예상
 - 산업 투자 의견
 - 비중확대: 향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - 중립: 향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - 비중축소: 향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- ※ 당사는 투자 의견 전망 기간을 2017년 9월 1일부터 6개월에서 12개월로 변경하였습니다.

• 투자 의견 비율공시(기준: 2017.09.30)

구분	매수	중립	매도
비율	94%	6%	0%

• 투자 의견 및 목표가 등 추이

종목명	코드	제시일자	투자 의견	목표가	괴리율(%)	
					평균	최고/최저
두산인프라코어	042760	2016.04.20	매수(유지)	10,000원	-26.4	-10.0
		2016.11.21	매수(유지)	10,000원	-11.7	-1.5
		2017.03.27	매수(유지)	15,000원	-37.7	-33.3
		2017.05.02	매수(유지)	15,000원	-39.9	-36.3
		2017.06.01	매수(유지)	11,000원	-23.2	-12.1
		2017.08.02	매수(유지)	11,000원	-22.0	-12.1
		2017.11.03	매수(유지)	12,000원	-	-

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자는 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.