

2017/11/03

두산인프라코어(042670)

조선/기계 최광식

(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

3Q 컨센서스 상회, 2018년도 좋다, 목표주가 상향

Buy (Maintain)

■ 3Q17: 컨센서스 상회, 3Q까지 OP(별도) 1,770억원, 엔진도 호조

3분기 매출 1조 5,845억원(YoY +22%, QoQ -11%), 영업이익 1,439억원(+36%, -33%)로 비수기에도 좋았고, 컨센서스를 상회했다<표1>. 순이익은 투자증권 처분이익 250억원이 잡혀 516억원을 기록했다. 4분기에도 헤비에서 비슷한 230억원 영업이익을 예상한다. 2018년이 관건인데...

■ '18년 성장을 예상하는 이유 ① 중국 중대형 확대 = ASP 상승

모두의 고민은 2018년 중국 시장 성장폭일 테다. 업계의 성장 컨센서스는 +0%~+20% 밴드라 한다. 그런데 당사의 판단은 내년 중국 시장이 Flat하더라도 미니/소형 중심에서, 인프라 투자 및 광산 개발로 중/대형 판매가 확대되어 ASP가 올라 매출과 이익은 성장할 것이라는 것이다. 벌써 이번 3분기 중국에서 중형/대형 판매 비중이 42%로 전년동기대비 13%p 개선되었고, 이에 따라 ASP는 502RMB로 YoY +21% 올랐다<그림1>. 당사는 2018년 중국시장을, 우리 판매량 +10% 성장에, 매출 성장은 +26%로 예상치를 제시한다.

■ ② 중국에 후행하는 신형시장, 성장 기율기 올릴 것

라이벌 현대건설기계의 투자포인트이기도 한데, 2018년 신형시장이 기대된다. 아래 <그림2-1>와 같이 APEM은 중국 시장에 후행하고, 업계의 통념이다. 우리는 두산인프라코어 = 중국에 익숙하지만, APEM이 중국보다 더 큰 매출을 기여하는 시장이다<그림2-2>. 2018년 신형시장의 성장 기율기가 더 가파를 것이다.

■ 목표주가 12,000원으로 상향, 2018년 순이익 39% 성장

동사의 목표주가를 기존 10,000원에서 12,000원으로 상향한다. 이는 2017년과 2018년의 10%~12% ROE에 COE 8%를 적용해 도출한 타겟 PBR 1.2배와 1.4배에서 도출된 2017년과 2018년 적정주가의 평균 값이다.

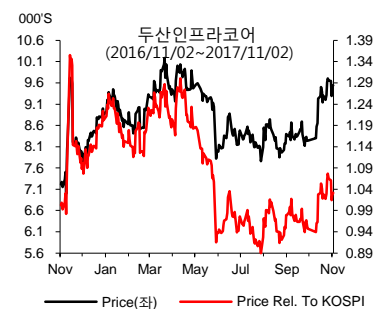
2018년 헤비 영업이익 +29%, 지배주주순이익 +33% 성장 예상치 하에서 2018년의 적정주가는 1만원 중반까지 가능하다.

목표주가(12M)	12,000원
종가(2017/11/02)	9,510원

Stock Indicator

자본금	1,037십억원
발행주식수	20,749만주
시가총액	1,973십억원
외국인지분율	10.7%
배당금(2016)	-
EPS(2017E)	1,038원
BPS(2017E)	8,036원
ROE(2017E)	11.6%
52주 주가	6,960~10,150원
60일평균거래량	2,737,851주
60일평균거래대금	23.8십억원

Price Trend



3Q17 Review: 컨센서스 상회, 헤비와 엔진 함께 호조

<표 1> 두산인프라코어 2Q 건기 BG(헤비) 영업이익률 9.4%로 두자릿수에 육박! & 어닝 서프라이즈 시현

(십억원)

항목	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17@	y-y %	q-q %	컨센서스 10월30일	당사@	차이(@/D)
매출액	1,302.1	1,375.5	1,561.6	1,773.4	1,584.5	22%	-11%	1,533.9	1,542.3	2.7%
영업이익	105.8	100.3	148.4	214.7	143.9	36%	-33%	137.8	145.2	-0.8%
영업외	-32.0	-277.1	-15.2	-64.0	-16.0			-54.5	-45.6	-65.0%
세전이익	73.7	-176.7	133.2	150.7	128.0	74%	-15%	83.3	99.5	28.6%
순이익	35.7	-227.2	74.3	83.6	77.2	116%	-8%	50.7	59.7	29.3%
지배주주 순이익	43.1	-226.5	51.8	60.3	51.6	20%	-14%	41.0	42.1	22.6%
영업이익률	8.1%	7.3%	9.5%	12.1%	9.1%	1.0%p	-3.0%p	9.0%	9.4%	-0.3%p
지배주주순이익률	3.3%	-16.5%	3.3%	3.4%	3.3%	-0.1%p	-0.1%p	2.7%	2.7%	0.5%p
헤비										
매출액	304	303	531	561	434	42.9%	-22.6%		424	2.3%
영업이익	-13	13	47	53	23.2	흑전	-55.9%		13.4	72.8%
영업이익률	-4.1%	4.4%	8.8%	9.4%	5.3%	9.5%p	-4.0%p		3.2%	2.2%p
배켓										
매출액	816	854	866	1,005	1,012	24.0%	0.7%		990	2.2%
영업이익	109	70	93	136	101	-7.7%	-25.7%		117	-13.9%
영업이익률	13.4%	8.2%	10.8%	13.5%	10.0%	-3.4%p	-3.5%p		11.8%	-1.9%p
엔진										
매출액	119	156	103	138	139	16.6%	0.3%		128	8.6%
영업이익	8.9	17.2	8.2	26.0	19.8	122.5%	-23.8%		14	36.8%
영업이익률	7.5%	11.0%	8.0%	18.8%	14.3%	6.8%p	-4.5%p		11.3%	2.9%p

자료: 하이투자증권 리서치

<표 2> 두산인프라코어 헤비와 엔진 3 분기까지 1,770 억원 영업이익, 연간 2,000 억원 이상 이익창출 가능한 체력 키움

(십억원)

계정	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2015	2016	2017	2018
매출액	1,562	1,773	1,585	1,588	1,690	1,897	1,573	1,713	5,965	5,730	6,508	6,874
영업이익	148	215	144	154	191	224	154	160	-95	491	661	729
금융/기타영업외	-15	-64	-16	-48	-39	-38	-37	-36	-648	-409	-143	-149
세전사업이익	133	151	128	106	152	186	117	124	-781	82	518	580
법인세율	44%	45%	40%	40%	37%	37%	37%	37%	-21%	198%	42%	37%
순이익	74	84	77	64	96	117	74	78	-860	116	299	365
지배주주지분 순이익	52	60	52	48	75	93	54	59	-819	63	211	281
영업이익률	9.5%	12.1%	9.1%	9.7%	11.3%	11.8%	9.8%	9.4%	-1.6%	8.6%	10.2%	10.6%
지배주주순이익률	3.3%	3.4%	3.3%	3.0%	4.5%	4.9%	3.4%	3.4%	-13.7%	1.1%	3.2%	4.1%
EPS(원)	250	291	249	176	279	345	200	218	-3,948	305	784	1,042
BPS(원)	9,437	10,343	10,592	8,021	8,300	8,645	8,845	9,063	9,744	9,932	8,021	9,063
헤비												
중국 판매 대수 YoY	3,198	2,897	1,786	1,848	3,437	3,415	1,723	2,080	3,523	4,649	9,729	10,655
	121%	155%	114%	50%	7%	18%	-4%	13%	-49%	32%	109%	10%
매출액	531	561	434	430	797	837	634	635	1,344	1,346	1,956	2,904
영업이익	47	53	23	23	64	76	24	24	-434	23	146	188
영업이익률	8.8%	9.4%	5.3%	5.3%	8.0%	9.1%	3.7%	3.8%	-32.3%	1.7%	7.4%	6.5%
배켓												
매출액(건기)	866	1,005	1,012	963	766	906	811	850	3,704	3,671	3,845	3,332
영업이익(전체)	93	136	101	108	113	131	116	111	386	414	439	471
영업이익률	10.8%	13.5%	10.0%	11.3%	14.7%	14.4%	14.3%	13.1%	10.4%	11.3%	11.4%	14.1%
엔진												
매출액	103	138	139	196	127	154	128	228	579	504	576	638
영업이익	8	26	20	22	14	18	14	25	3	53	76	71
영업이익률	8.0%	18.8%	14.3%	11.4%	10.9%	11.3%	11.2%	11.1%	0.5%	10.6%	13.3%	11.1%

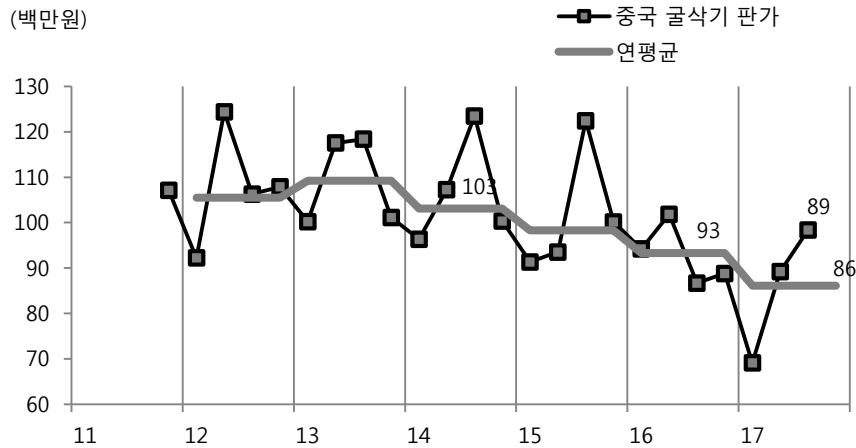
자료: 하이투자증권 리서치

주석: 뒷장의 재무제표는, BW가 전환되기 전인 2.07억주 기준으로 산출된 VALUATION RATIO입니다. <표2>는 2.7억주를 기준으로 작성되었습니다.

2018년도 좋다: 중국 중/대형 판매 확대, 중국 다음은 신흥시장

<그림 1> ASP 회복: 중대형 판매 확대 긍정적: 2018 년 시장 +10%에 매출은 +26% 성장을 예상하는 이유

(백만원)



자료: 하이투자증권 리서치

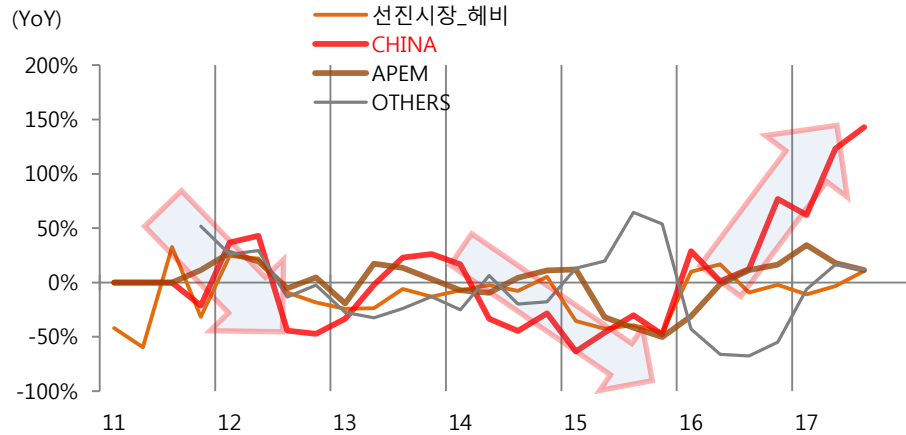
<그림 2> 중국보다 더 큰 APEM 시장: 신흥시장은 중국 시장에 후행적인 성격, 따라서 2018 년이 기대

중국의 월 판매량 때문에 동사 주가 트리거는 중국이지만

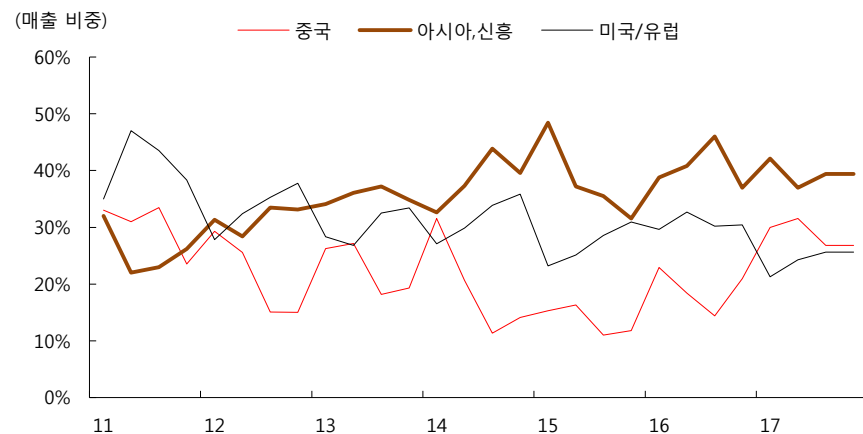
사실 APEM에서의 매출이 중국보다 더 큼

이러한 APEM은 중국 시장에 후행하는 모습을 보임

2017년 중국의 급격한 턴어라운드를 따라서 신흥시장도 돌아서고 있는 중, 그리고 후행성을 바탕으로 볼 때, 2018년은 성장폭이 더 커질 것으로 기대



(매출 비중)



자료: 하이투자증권 리서치

VALUATION: 목표주가 12,000원으로 상향

<표 3> 두산인프라코어 목표주가 12,000 원으로 상향: 2017 년과 2018 년 적정주가의 평균 & 2018 년 당사 예상만큼 성장 시 적정주가는 14,000 원 가능

신종자본 제외 Valuation(연결)								
계정	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
주식수(백만주)	169	207	207	207	207	207	207	207
BW 모두 전환시 주식수						270	270	270
EPS	2,018	-490	202	-3,948	305	1,019	1,355	1,550
↓				공기BG 매각 이익 ↑		↓ EPS 할인율 25%		
EPS(BW 모두 전환 가정)	2,018	-490	202	-3,948	305	784	1,042	1,192
BPS(신종자본 제외)	14,569	14,398	13,493	9,744	9,932	8,018	9,374	10,924
↓						신종자본 제외 ↑		
BPS(BW 모두 전환 가정)						8,021	10,269	11,461
						BW모두 전환 ↑		
PBR(고)	1.67	1.22	1.07	1.39	1.02	1.09		
PBR	1.30	0.79	0.94	0.93	0.69	0.92		
PBR(저)	1.05	0.64	0.81	0.48	0.33	0.89		
ROE	14%	-3.4%	1.5%	-40.5%	3.1%	12.7%	14.5%	14.2%
						↓ 할인율 25%		
ROE(BW 모두 전환)					3.1%	9.8%	11.5%	11.6%
적용ROE	14%	1%	1%	3%	9.8%	10%	12%	12%
↳ FWD nY	+0Y	+1Y	+0Y	+1Y	+0~1Y	+0Y	+0Y	+0Y
				공작기계 매각이익 때문에 2017년 ROE 사용 ↑				
COE(고)	8%	1.2%	1.4%	2.2%	9.6%	9.0%		
COE(평)	11%	1.9%	1.6%	3.3%	14.2%	10.6%		
적용ROE = +0Y						9.8%	11.5%	11.6%
적용COE = TRL 참조						8.0%	8.0%	8.0%
Target PBR						1.2	1.4	1.5
적용 BPS						8,021	10,269	11,461
				주당 적정가치		9,600	14,400	17,200
				가중치 →		50%	50%	
				가중평균		12,000		
				목표주가		12,000		
				종가(11.02)		9,570		
				상승여력		25.4%		

자료: 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)

	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,050	3,388	3,798	4,038
현금 및 현금성자산	539	378	619	770
단기금융자산	157	159	161	162
매출채권	1,038	1,155	1,232	1,275
재고자산	1,177	1,552	1,639	1,681
비유동자산	6,977	6,975	6,967	6,954
유형자산	1,823	1,887	1,942	1,990
무형자산	4,441	4,334	4,235	4,143
자산총계	10,027	10,364	10,764	10,992
유동부채	3,653	3,950	4,295	4,212
매입채무	586	660	910	1,148
단기차입금	952	1,105	939	798
유동성장기부채	1,305	1,305	1,520	1,305
비유동부채	2,925	3,275	2,966	2,862
사채	715	1,045	830	830
장기차입금	1,452	1,379	1,241	1,117
부채총계	6,578	7,225	7,260	7,074
지배주주지분	2,060	1,663	1,945	2,266
자본금	1,037	1,037	1,037	1,037
자본잉여금	249	168	168	168
이익잉여금	578	790	1,071	1,392
기타자본항목	-313	-332	-332	-332
비지배주주지분	1,388	1,475	1,559	1,652
자본총계	3,448	3,139	3,504	3,918

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)

	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,730	6,508	6,874	7,049
증가율(%)	-3.9	13.6	5.6	2.6
매출원가	4,404	5,080	5,561	5,697
매출총이익	1,325	1,428	1,313	1,352
판매비와관리비	834	768	584	586
연구개발비	145	165	174	179
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	491	661	729	766
증가율(%)	-616.2	34.6	10.4	5.1
영업이익률(%)	8.6	10.2	10.6	10.9
이자수익	12	8	6	9
이자비용	231	195	206	189
지분법이익(손실)	0	0	-	-
기타영업외손익	-157	-20	40	40
세전계속사업이익	82	518	580	637
법인세비용	163	219	215	223
세전계속이익률(%)	1.4	8.0	8.4	9.0
당기순이익	116	299	365	414
순이익률(%)	2.0	4.6	5.3	5.9
지배주주귀속 순이익	63	211	281	322
기타포괄이익	25	26	26	26
총포괄이익	141	324	391	439
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(단위:십억원)

	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	513	186	931	1,026
당기순이익	116	299	365	414
유형자산감가상각비	148	136	145	152
무형자산상각비	110	107	99	92
지분법관련손실(이익)	0	0	-	-
투자활동 현금흐름	910	655	655	655
유형자산의 처분(취득)	-124	-200	-200	-200
무형자산의 처분(취득)	-63	-	-	-
금융상품의 증감	-22	-28	-28	-28
재무활동 현금흐름	-1,454	445	-187	-364
단기금융부채의증감	-	152	49	-356
장기금융부채의증감	-1,552	257	-353	-124
자본의증감	-	-81	-	-
배당금지급	0	0	0	0
현금및현금성자산의증감	-21	-161	241	151
기초현금및현금성자산	560	539	378	619
기말현금및현금성자산	539	378	619	770

주요투자지표

	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	305	1,019	1,355	1,550
BPS	9,932	8,017	9,372	10,922
CFPS	1,545	2,189	2,530	2,728
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	29.0	9.3	7.0	6.1
PBR	0.9	1.2	1.0	0.9
PCR	5.7	4.3	3.8	3.5
EV/EBITDA	7.4	6.9	5.9	5.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	3.1	11.4	15.6	15.3
EBITDA 이익률	13.1	13.9	14.2	14.3
부채비율	190.8	230.2	207.2	180.6
순부채비율	108.1	136.9	107.0	79.6
매출채권회전율(x)	5.0	5.9	5.8	5.6
재고자산회전율(x)	4.2	4.8	4.3	4.2

자료 : 두산인프라코어, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(두산인프라코어)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-02-29	Buy	6,000	6개월	6.1%	38.7%
2016-04-20	Hold	9,000	6개월	-18.3%	0.0%
2016-07-11	Buy	9,000	6개월	-13.9%	0.0%
2016-11-08	Buy	12,000	6개월	-25.0%	-15.4%
2017-08-07	Buy	10,000	1년		
2017-11-03	Buy	12,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 최광식\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-