

2018/02/08

두산인프라코어(042670)

보수적인 가이드언스 vs. 기대되는 성수기

■ 4Q17: 컨센서스 부합했지만, 사실상 서프라이즈

동사는 4분기 매출 1조 6,484억원(YoY +20%, QoQ +4%), 영업이익 1,538억원(YoY 53%, QoQ +7%), 순이익 615억원(YoY 흑전, QoQ -20%)로 당사 예상 및 컨센서스에 부합했다<표1>.

그러나 2017년 영업이익의 60%를 차지한 두산바캬이 4Q에 컨센서스를 하회했고, 별도로 특히 헤비가 서프라이즈를 시현한 셈이다. 4분기 비수기임에도 중국 시장은 YoY 2배 이상 성장을 지속했기 때문이다. 아주 좋다.

■ 2018 가이드언스: 중국 보수적, APEM 성장 기대

동사의 2018년 가이드언스는 연결 매출액 7.3조원에 영업이익 7,130억원(YoY +8%), 건기_헤비의 2.8조원 매출, 영업이익 2,484억원(YoY +3%)으로 상당히 보수적이다. 특히 중국 건설기계 시장을 2017년의 13.1만대 대비 3% 성장에 그치는 13.5만대로 전망했는데, 이는 6개 경쟁사의 평균 14.7만대보다 크게 작다. 이는 예상하기 어려웠던 2015년~2016년의 불황과 2017년 시장의 V자 회복에 따른, 불확실성에서 기인한다. 중국의 인프라 투자 확대에 가이드언스 이상의 Q 그로쓰를 시현할 수 있고, 중/대형 판매 증가에 따라 2017년 대당 0.85억원에서 1억원으로 17%의 P 성장도 가능하다. APEM에 대해서는 시장의 5% 성장, 당사의 11% 판매 성장 예상치로, 동사도 중국 다음으로 신흥시장 온기 확산을 제시한 점도 주목된다.

그래서 당사는 건기_헤비 매출 3조원(YoY +9%), 영업이익 0.2조원(YoY +22%)의 가이드언스 이상의 실적 예상치를 제시한다<표2>.

■ 목표주가 14,000원으로 상향: BUY 의견 유지

동사의 목표주가를 ROE 12%에서 타겟 PBR 1.5배로, 기존 12,000원에서 14,000원으로 상향한다<표3>. 춘절 다음 3월 중국 성수기가 기다리고 있고, 수출 통계로 확인할 신흥시장 확산도 기대해 볼직하다. 1월 한국의 건설기계 수출은 YoY +36%로 양호했고, 막 발표된 1월 중국 굴삭기 시장도 춘절 기저효과가 있긴 하지만 YoY +149%로 기대 이상이었다. 연초부터 건설기계 시장은 달리고 있다.

조선/기계 최광식

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

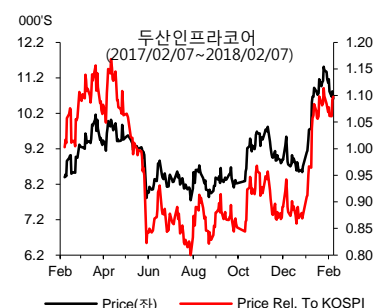
Buy(Maintain)

목표주가(12M)	14,000원
종가(2018/02/07)	10,600원

Stock Indicator

자본금	1,037십억원
발행주식수	20,802만주
시가총액	2,205십억원
외국인지분율	12.8%
배당금(2016)	-
EPS(2017E)	881원
BPS(2017E)	8,197원
ROE(2017E)	7.9%
52주 주가	7,730~11,500원
60일평균거래량	2,605,162주
60일평균거래대금	25.8십억원

Price Trend



4Q17 Review: 컨센서스 수준이지만, 사실 서프라이즈

<표 1> 두산인프라코어 4Q: 밥캣이 컨센서스를 하회했는데, 헤비가 일회성도 없이 성수기처럼 달려 서프라이즈 시현

(십억원)

항목	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17@	y-y %	q-q %	컨센서스 02월7일	당사@	차이(@/D)
매출액	1,375.5	1,561.6	1,773.4	1,584.5	1,648.4	20%	4%	1,645.9	1,588.4	3.8%
영업이익	100.3	148.4	214.7	143.9	153.8	53%	7%	150.0	153.6	0.1%
영업외	-277.1	-15.2	-64.0	-16.0	-76.0			-49.3	-47.6	59.6%
세전이익	-176.7	133.2	150.7	128.0	77.8	흑전	-39%	100.7	106.0	-26.6%
순이익	-227.2	74.3	83.6	77.2	61.5	흑전	-20%	60.5	63.6	-3.3%
지배주주 순이익	-226.5	51.8	60.3	51.6	-15.2	적지	적전	44.0	47.6	-132.0%
영업이익률	7.3%	9.5%	12.1%	9.1%	9.3%	2.0%p	0.2%p	9.1%	9.7%	-0.3%p
지배주주순이익률	-16.5%	3.3%	3.4%	3.3%	-0.9%	15.5%p	-4.2%p	2.7%	3.0%	-3.9%p
헤비										
매출액	303	531	561	434	478	58.0%	10.2%		430	11.3%
영업이익	13.3	46.9	52.6	23.2	42.9	222.8%	84.9%	상회:	22.9	87.0%
영업이익률	4.4%	8.8%	9.4%	5.3%	9.0%	4.6%p	3.6%p		5.3%	3.6%p
밥캣(컴팩+PP)										
매출액	762	773	886	824	887	16.3%	7.6%			
영업이익	70	93	136	101	89	27.9%	-11.5%	하회:	108	-17.6%
영업이익률	9.2%	12.1%	15.3%	12.2%	10.1%	0.9%p	-2.2%p			
엔진										
매출액	156	103	138	139	122	-22.0%	-12.0%		196	-37.8%
영업이익	17.2	8.2	26.0	20.0	21.6	25.6%	8.1%		22	-3.6%
영업이익률	11.0%	8.0%	18.8%	14.4%	17.7%	6.7%p	3.3%p		11.4%	6.3%p

자료: 하이투자증권 리서치

<표 2> 두산인프라코어 2018 년 가이드스 vs. 당사: 별도, 특히 건기_헤비의 성장 지속을 예상

(십억원)

계정	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	2018 가이드스	2018
매출액	1,562	1,773	1,585	1,648	1,743	1,927	1,624	1,827	5,730	6,568	7,341	7,121
영업이익	148	215	144	154	175	202	149	170	491	661	713	695
금융/기타영업외	-15	-64	-13	-76	-35	-34	-33	-32	-409	-168		-134
세전사업이익	133	151	128	78	140	168	116	138	82	490		561
순이익	74	84	77	62	95	118	81	96	116	297		390
지배주주지분 순이익	52	60	52	-15.2	75	94	61	74	63	149		304
영업이익률	9.5%	12.1%	9.1%	9.3%	10.0%	10.5%	9.2%	9.3%	8.6%	10.1%	9.7%	9.8%
지배주주순이익률	3.3%	3.4%	3.3%	-0.9%	4.3%	4.9%	3.7%	4.0%	1.1%	2.3%		4.3%
헤비												
중국 판매 대수	3,198	2,897	1,786	2,970	3,544	3,519	1,764	2,260	4,649	10,851		11,087
y-y	121%	155%	114%	141%	11%	21%	-1%	-24%	32%	133%		2%
매출액(기존)	531	561	434	478	822	861	644	657	1,346	2,004		2,984
북미/유럽 헤비 판매사업 양수 ↑												
헤비+선진시장	688	759	623	655	822	861	644	657	2,039	2,726	2,800	2,984
y-y									1%	34%	3% 성장	9%
영업이익	47	53	23	43	62	74	31	34	23	166		202
영업이익률	8.8%	9.4%	5.3%	9.0%	7.6%	8.6%	4.9%	5.2%	1.7%	8.3%		6.8%
흑전 ↑ 레버리지 ↑ 선진시장 ↑												
밥캣												
매출액(건기)	773	886	824	887	792	909	850	934	3,257	3,370		3,485
영업이익(전체)	93	136	101	89	100	112	104	111	414	420		427
영업이익률	12.1%	15.3%	12.2%	10.1%	12.6%	12.3%	12.3%	11.8%	12.7%	12.4%		12.3%
엔진												
매출액	103	138	139	122	129	157	130	236	504	502	500	652
영업이익	8	26	20	22	12	15	13	25	53	76	FLAT?	65
영업이익률	8.0%	18.8%	14.4%	17.7%	9.4%	9.8%	10.1%	10.4%	10.6%	15.1%		10.0%

자료: 하이투자증권 리서치

주식: 뒷장 재무제표는, BW가 전환되기 전인 2.08억주로 산출된 VALUATION RATIO입니다. <표2>는 2.7억주를 기준으로 작성되었습니다.

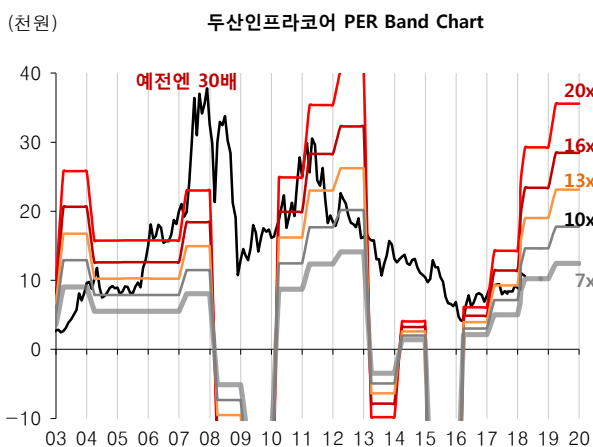
VALUATION: 목표주가 14,000원으로 상향

<표 3> 두산인프라코어 목표주가 14,000 원으로 상향: ROE 12%에서 타겟 PBR 1.5 배로 상향

신종자본 제외, BW 모두 전환을 가정한 Valuation(연결)							
계정	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
주식수(백만주)	207	207	207	207	208	208	208
BW 모두 전환시 주식수					270	270	270
EPS(BW 모두 전환 가정)	-490	202	-3,948	305	551	1,128	1,372
BPS(BW 모두 전환 가정)					8,173	9,302	10,673
				BW모두 전환 ↑			
PBR(고)	1.22	1.07	1.39	1.02	1.21	1.39	
PBR	0.79	0.94	0.93	0.69	1.11	1.19	
PBR(저)	0.64	0.81	0.48	0.33	0.70	1.03	
ROE(BW 모두 전환)				3.1%	6.7%	12.1%	12.9%
적용ROE	1%	1%	3%	6.7%	7%	12%	13%
└ FWD nY	+1Y	+0Y	+1Y	+0~1Y	+0Y	+0Y	+0Y
공작기계 매각이익 때문에 2017년 ROE 사용 ↑							
COE(고)	1.2%	1.4%	2.2%	6.6%	5.5%	8.7%	
COE(평)	1.9%	1.6%	3.3%	9.8%	6.1%	10.2%	
적용ROE = +0Y					6.7%	12.1%	12.9%
적용COE = TRL 참조						8.0%	8.5%
Target PBR						1.5	1.5
적용 BPS					8,173	9,302	10,673
						14,000	16,000
						14,000	
						10,600	
						32.1%	

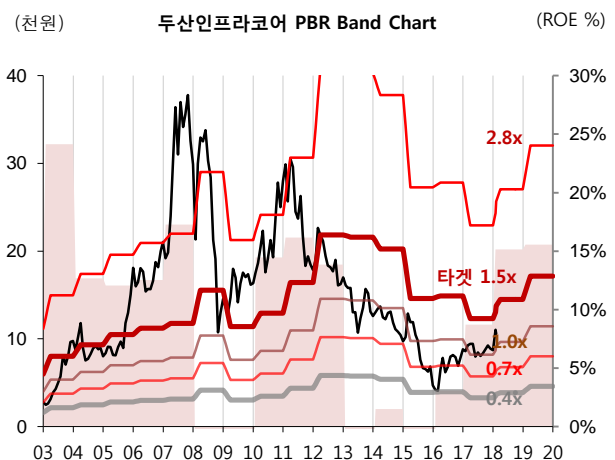
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 1> 두산인프라코어 PER 밴드



자료: 하이투자증권

<그림 2> 두산인프라코어 PBR 밴드



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,050	3,521	4,038	4,431	매출액	5,730	6,568	7,121	7,560
현금 및 현금성자산	539	412	639	838	증가율(%)	-3.9	14.6	8.4	6.2
단기금융자산	157	159	161	162	매출원가	4,404	5,036	5,526	5,801
매출채권	1,038	1,239	1,394	1,479	매출총이익	1,325	1,531	1,595	1,759
재고자산	1,177	1,566	1,698	1,803	판매비와관리비	834	871	901	973
비유동자산	6,977	6,974	6,969	6,962	연구개발비	145	167	181	192
유형자산	1,823	1,887	1,942	1,990	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	4,441	4,334	4,235	4,143	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	10,027	10,495	11,007	11,393	영업이익	491	661	695	786
유동부채	3,653	3,972	4,381	4,369	증가율(%)	-616.2	34.6	5.1	13.1
매입채무	586	678	981	1,272	영업이익률(%)	8.6	10.1	9.8	10.4
단기차입금	952	1,105	939	798	이자수익	12	11	8	11
유동성장기부채	1,305	1,305	1,520	1,305	이자비용	231	199	206	189
비유동부채	2,925	3,282	2,995	2,923	지분법이익(손실)	0	-3	-	-
사채	715	1,045	830	830	기타영업외손익	-157	-61	40	40
장기차입금	1,452	1,379	1,241	1,117	세전계속사업이익	82	490	561	672
부채총계	6,578	7,254	7,376	7,292	법인세비용	163	193	171	202
지배주주지분	2,060	1,705	2,009	2,379	세전계속이익률(%)	1.4	7.5	7.9	8.9
자본금	1,037	1,037	1,037	1,037	당기순이익	116	297	390	470
자본잉여금	249	220	220	220	순이익률(%)	2.0	4.5	5.5	6.2
이익잉여금	578	727	1,031	1,401	지배주주귀속 순이익	63	149	304	370
기타자본항목	-313	-280	-280	-280	기타포괄이익	25	26	26	26
비지배주주지분	1,388	1,536	1,622	1,722	총포괄이익	141	322	416	496
자본총계	3,448	3,241	3,631	4,101	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표 (단위:십억원)

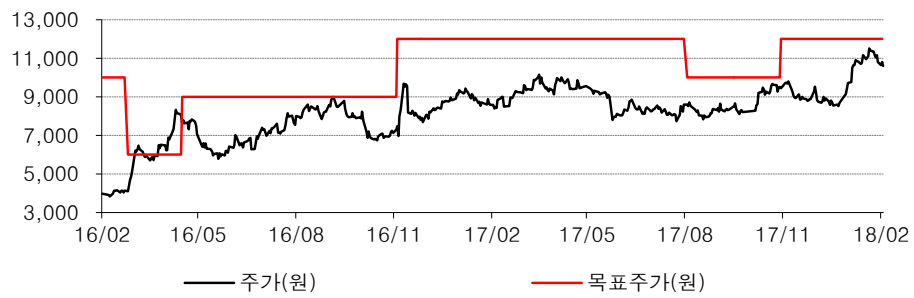
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	513	187	954	1,058
당기순이익	116	297	390	470
유형자산감가상각비	148	136	145	152
무형자산상각비	110	107	99	92
지분법관련손실(이익)	0	-3	-	-
투자활동 현금흐름	910	655	655	655
유형자산의 처분(취득)	-124	-200	-200	-200
무형자산의 처분(취득)	-63	-	-	-
금융상품의 증감	-22	-28	-28	-28
재무활동 현금흐름	-1,454	497	-187	-364
단기금융부채의증감	-	152	49	-356
장기금융부채의증감	-1,552	257	-353	-124
자본의증감	-	-29	-	-
배당금지급	0	0	0	0
현금및현금성자산의증감	-21	-126	227	199
기초현금및현금성자산	560	539	412	639
기말현금및현금성자산	539	412	639	838

주요투자지표

	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	305	881	1,463	1,779
BPS	9,932	8,197	9,659	11,438
CFPS	1,545	2,321	2,635	2,954
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	29.0	12.0	7.2	6.0
PBR	0.9	1.3	1.1	0.9
PCR	5.7	4.6	4.0	3.6
EV/EBITDA	7.4	7.2	6.3	5.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	3.1	7.9	16.4	16.9
EBITDA 이익률	13.1	13.8	13.2	13.6
부채비율	190.8	223.8	203.2	177.8
순부채비율	108.1	131.5	102.7	74.3
매출채권회전율(x)	5.0	5.8	5.4	5.3
재고자산회전율(x)	4.2	4.8	4.4	4.3

자료 : 두산인프라코어, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(두산인프라코어)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				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	-14.1%	-3.3%
2017-11-03	Buy	12,000	1년	-19.3%	-4.2%
2018-02-08	Buy	14,000	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) 종목투자자의견은 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 투자비율 등급 공시 2017-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.1 %	6.9 %	-