

두산인프라코어 (042670)

기계

이재원



02 3770 5609

jaewon.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	11,000원 (D)
현재주가 (4/5)	8,390원
상승여력	31%

시가총액	17,463억원
총발행주식수	208,145,928주
60일 평균 거래대금	306억원
60일 평균 거래량	3,096,068주
52주 고	11,500원
52주 저	7,730원
외인지분율	12.78%
주요주주	두산중공업 외 8 인 36.30%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(9.7)	(13.7)	(12.8)
상대	(12.0)	(11.6)	(22.7)
절대(달러환산)	(7.8)	(13.4)	(7.5)

실적전망: 1Q에도 계속되는 성장, 영업이익 1,881억원(yoy 26.8%)

1Q 실적은 매출액 1조7,308억원(yoy 10.8%), 영업이익 1,881억원(yoy 26.8%)으로 가파른 이익성장이 기대된다. 확인 가능한 굴삭기 판매 데이터들이 ①1~3월 중국 시장 판매량 yoy 약 30%, ②1~2월 한국 굴삭기 수출금액 yoy 35% (중국제외 전지역 포함)으로 모두 성장을 나타내고 있어 실적호조는 쉽게 기대 가능한 상황이다. 중국은 1~2월 약간의 성장 둔화 이후 3월에 다시 판매량이 크게 늘고 있고, 역성장을 예상했던 한국도 1Q중 성장세를 나타내고 있다는 점이 특징적인 부분이다. 굴삭기 시장의 호조세를 반영하여 두산인프라코어의 연간 영업이익 전망치는 7,154억원 → 7,357억원으로 상향조정한다.

소송이슈, 디스카운트 요인이지만 유동성 위기가 부각될 정도는 아닐 듯

한편, 최근 FI와의 소송이 급작스럽게 리스크로 부각되고 있다. 이 소송은 ①11년 DICC 지분 20%를 매입한 FI들이 15.11월 접수한 '매매대금 등 지급 청구의 소', 그리고 ②18.4월 접수한 '잔부청구소송' 등 2가지이다. FI들은 인프라코어측이 지분매각을 방해한 만큼 DICC 지분 20%를 7,090억원에 재매입해야 한다는 취지(FI의 투자금액 3,800억에 약4.5년간 IRR 15% 적용한 금액)로 소송전을 시작하였는데, 1번은 7,090억원중 일부 청구(100억원) 소송이고, 2번은 나머지 금액에 대한 청구 소송이다. 1번 소송의 1심에선 회사측이 승소하였으나, 18.2월 2심에서 패소하였고, 현재는 대법원에 항소한 상태이다. 2번 소송은 1번 소송이 최종 결론날때까지 재판기일이 연기될 가능성이 높다.

계약서상 FI의 투자원금과 적정수익률까지 보장해주어야 할 의무가 없다는 회사측의 주장이 설득력 있음에도 불구하고, 투자자 입장에서는 최종적인 재판 결과를 예단하기 어려운 상황이며, 이 사안은 불가피하게 상당 기간동안 주가 디스카운트 요인으로 작용할 전망이다. 단, 최악의 시나리오를 고려해도 ① 수년후에나 현금흐름에 영향을 미치게 되고, ②비밥캣 기준 연간 4,000억원대의 ebitda를 창출하고 있음을 고려할 때 현시점에서 유동성 우려까지 부각되는 것은 지나친 감이 있다.

결론: 우발채무 고려해도 주가 과매도

투자의견 BUY를 유지하는 가운데, 목표주가는 13,000원 → 11,000원으로 하향조정한다. ①이익전망 상향 vs ②소송관련 우발채무, peer group의 벤류에이션 하락 등을 반영한 결과이다. 우발채무는 워스트 시나리오를 고려한 약8,900억원(이벤트 발생 시점 2020년초 가정, 지연이자 6~15% 단리, 할인율 6% 적용)을 반영하고, EV/EBITDA는 11→ 10.5배로 조정하였다. 이렇듯 소송리스크를 최대한 고려해도 주가는 저평가 상태로서 추가적인 하락 가능성은 낮은 것으로 판단된다. 어닝모멘텀에 기반한 점진적인 주가회복을 기대해 본다.

Quarterly earning forecasts

	1Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	17,308	10.8	5.0	17,307	0.0
영업이익	1,881	26.8	22.3	1,736	8.3
세전계속사업이익	1,361	2.2	74.9	1,308	4.0
지배순이익	671	29.5	흑전	632	6.2
영업이익률 (%)	10.9	+1.4 %pt	+1.6 %pt	10.0	+0.9 %pt
지배순이익률 (%)	3.9	+0.6 %pt	흑전	3.6	+0.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	57,296	65,679	70,945	71,715
영업이익	4,908	6,608	7,357	7,425
지배순이익	632	1,486	2,609	2,701
PER	22.5	12.4	6.7	6.5
PBR	0.7	1.2	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.7	7.6	6.7	6.4
ROE	3.1	8.1	15.1	13.6

자료: 유안타증권

두산인프라코어 부문별 실적전망											(단위: 억원)		
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	guidance	2019E	2020E
중국굴삭기 (M/S) (yoY)	3,198 8.3% 121.2%	2,897 8.9% 154.8%	1,786 7.3% 114.1%	2,970 8.4% 141.1%	4,498 9.0% 40.6%	3,027 8.5% 4.5%	2,141 8.1% 19.9%	3,096 8.1% 4.3%	10,851 8.3% 17.6%	12,762 8.5% -10.0%		11,486 8.5% -10.0%	10,742 8.3% -10.0%
매출액	15,616	17,734	15,845	16,484	17,308	18,748	17,005	17,884	65,679	70,945	73,000	71,715	72,651
비밥캣	6,342	6,990	5,726	6,004	9,252	9,395	8,188	7,785	25,062	34,620		33,494	33,918
- 해비	5,313	5,609	4,340	4,782	8,215	8,005	6,792	6,555	20,044	29,567		27,802	27,983
(중국)	2,210	2,584	1,757	2,617	3,116	2,713	2,108	2,845	9,168	10,783		9,704	9,704
(APE)	3,103	3,025	2,583	2,165	3,568	3,328	2,790	2,278	10,876	11,964		10,767	10,767
(선진)					1,531	1,964	1,894	1,432		6,821		7,331	7,511
- 엔진	1,029	1,381	1,386	1,222	1,036	1,390	1,396	1,230	5,018	5,053		5,692	5,936
밥캣	9,274	10,744	10,119	10,480	8,056	9,353	8,818	10,099	40,617	36,325		38,221	38,732
(yoY)	8.9%	9.6%	21.7%	19.8%	10.8%	5.7%	7.3%	8.5%		8.0%		7.1%	1.3%
영업이익	1,484	2,147	1,439	1,538	1,881	2,273	1,659	1,544	6,608	7,357	7,130	7,425	7,705
비밥캣	551	787	429	646	868	907	534	716	2,413	3,024		2,861	3,085
- 해비	469	526	232	428	723	712	340	544	1,655	2,319		2,101	2,296
- 엔진	82	261	197	218	145	194	195	172	758	705		761	789
밥캣	933	1,360	1,010	892	1,013	1,366	1,124	828	4,195	4,332		4,563	4,620
(yoY)	33.4%	23.8%	36.1%	53.2%	26.8%	5.9%	15.2%	0.4%		11.3%		0.9%	3.8%
세전이익	1,332	1,507	1,280	778	1,361	1,768	1,155	1,053	4,896	5,336		5,572	6,018
계속사업이익	743	836	772	615	986	1,393	780	678	2,966	3,836		3,972	4,318
중단사업이익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		0	0
당기순이익	743	836	772	615	986	1,393	780	678	2,966	3,836		3,972	4,318
지배순이익	518	603	516	-152	671	947	530	461	1,486	2,609		2,701	2,936
OPM	9.5%	12.1%	9.1%	9.3%	10.9%	12.1%	9.8%	8.6%	10.1%	10.4%	9.8%	10.4%	10.6%
비밥캣	8.7%	11.3%	7.5%	10.8%	9.4%	9.6%	6.5%	9.2%	9.6%	8.7%		8.5%	9.1%
- 해비	8.8%	9.4%	5.3%	9.0%	8.8%	8.9%	5.0%	8.3%	8.3%	7.8%		7.6%	8.2%
- 엔진	7.9%	18.9%	14.2%	17.8%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	15.1%	14.0%		13.4%	13.3%
밥캣	10.1%	12.7%	10.0%	8.5%	12.6%	14.6%	12.8%	8.2%	10.3%	11.9%		11.9%	11.9%
ROE									8.1%	15.1%		13.6%	12.9%

자료: 두산인프라코어, 유안타증권 리서치센터

추정치 변경							(단위: 억원)		
	변경전			변경후			변화율		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	70,251	70,461	71,291	70,945	71,715	72,651	1.0%	1.8%	1.9%
영업이익	7,154	7,116	7,314	7,357	7,425	7,705	2.8%	4.3%	5.3%
세전이익	5,270	5,357	5,652	5,336	5,572	6,017	1.3%	4.0%	6.5%
지배순이익	2,570	2,623	2,755	2,609	2,701	2,935	1.5%	3.0%	6.5%
OPM	10.2%	10.1%	10.3%	10.4%	10.4%	10.6%	0.2%p	0.3%p	0.3%p
ROE	13.2%	11.9%	11.2%	15.1%	13.6%	12.9%	1.9%p	1.7%p	1.8%p

자료: 2018.2.8 일 발간자료 기준 / 유안티증권 리서치센터

Valuation	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017	2018E	2019E
비밥캣(=분사+DICC) 기준					
EBITDA	-2,888	2,259	3,852	4,496	4,314
EBIT	-4,807	768	2,413	3,012	2,835
항목				비고	
영업자산가치	45,569				
EBITDA(2018E)	4,340				
EV/EBITDA	10.5				
순차입금	26,883		17.4Q 기준(비밥캣)		
소송관련 우발채무	8,910		2020년초 확정가정		
밥캣 지분가치	13,358		지연이자 6%~15% 단리, 할인율 6% 적용		
주주가치	23,134		지분율 55.3%, 30% 할인. 현재시총 적용		
발행주식수(천주)	207,455				
적정가격1	11,200				
BW 전환시 현금유입	5,000				
BW 전환시 주주가치	28,134				
BW 전환시 발행주식수	269,722				
적정가격2	10,400				
적정가격 1~2 평균	10,800				

자료: 유안티증권 리서치센터

Peer group EV/EBITDA	(단위: 배)		
	2018E	2019E	2020E
CATERPILLAR INC	9.0	8.1	7.4
KOMATSU LTD	11.2	8.7	-
HITACHI CONST MA	9.5	8.2	-
KUBOTA CORP	11.1	10.4	10.1
DEERE & CO	10.8	9.6	9.1
average	10.3	9.0	8.8

자료: bloomberg, 유안타증권 리서치센터

두산인프라코어 (042670) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	57,296	65,679	70,945	71,715	72,651
매출원가	44,045	50,250	54,202	54,945	55,624
매출총이익	13,251	15,429	16,743	16,770	17,026
판관비	8,343	8,821	9,387	9,345	9,322
영업이익	4,908	6,608	7,357	7,425	7,705
EBITDA	7,481	9,155	9,865	9,909	10,280
영업외손익	-4,088	-1,711	-2,020	-1,852	-1,687
외환관련손익	-306	778	0	0	0
이자손익	-2,185	-1,886	-1,886	-1,717	-1,552
관계기업관련손익	-2	-33	-23	-23	-23
기타	-1,596	-571	-111	-112	-112
법인세비용차감전순손익	821	4,896	5,336	5,573	6,018
법인세비용	1,626	1,930	1,500	1,600	1,700
계속사업순손익	-806	2,966	3,836	3,973	4,318
중단사업순손익	1,966	0	0	0	0
당기순이익	1,160	2,966	3,836	3,973	4,318
지배지분순이익	632	1,486	2,609	2,701	2,936
포괄순이익	1,409	1,571	3,836	3,973	4,318
지배지분포괄이익	462	709	2,658	2,793	3,035

주: 영업이익의 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	30,496	37,674	35,090	35,543	37,874
현금및현금성자산	5,386	9,435	5,710	6,110	8,119
매출채권 및 기타채권	10,305	11,967	12,949	13,003	13,160
재고자산	11,770	12,550	12,650	12,650	12,815
비유동자산	69,772	65,087	64,810	64,558	64,215
유형자산	18,231	17,869	17,865	17,862	17,760
관계기업등 지분관련자산	290	918	951	983	1,015
기타투자자산	1,501	983	983	983	983
자산총계	100,268	102,761	99,900	100,101	102,089
유동부채	36,532	36,956	37,381	37,421	37,421
매입채무 및 기타채무	10,419	12,817	13,242	13,282	13,282
단기차입금	9,522	14,093	14,093	14,093	14,093
유동성장기부채	13,048	5,710	5,710	5,710	5,710
비유동부채	29,252	34,073	31,073	26,573	23,573
장기차입금	14,515	15,138	12,138	7,638	7,638
사채	7,146	11,550	11,550	11,550	8,550
부채총계	65,784	71,029	68,453	63,994	60,994
지배지분	20,605	15,937	18,553	21,255	24,191
자본금	10,373	10,400	10,407	10,407	10,407
자본잉여금	2,495	2,115	2,115	2,115	2,115
이익잉여금	5,782	7,847	10,456	13,157	16,093
비지배지분	13,879	15,794	12,893	14,853	16,905
자본총계	34,484	31,732	31,446	36,108	41,095
순차입금	37,272	35,507	36,232	31,332	26,323
총차입금	44,232	46,907	43,907	39,407	36,407

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	5,130	6,657	9,016	9,983	10,111
당기순이익	1,160	2,966	3,836	3,973	4,318
감가상각비	1,477	1,414	1,404	1,403	1,503
외환손익	0	0	0	0	0
종속,관계기업관련손익	2	33	23	23	23
자산부채의 증감	200	-837	2	794	485
기타현금흐름	2,291	3,081	3,752	3,791	3,782
투자활동 현금흐름	9,096	-2,563	-2,577	-2,573	-2,573
투자자산	-127	-660	-55	-55	-55
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,739	-1,342	-1,400	-1,400	-1,400
유형자산 감소	504	413	0	0	0
기타현금흐름	10,458	-974	-1,122	-1,118	-1,118
재무활동 현금흐름	-14,544	323	-8,301	-9,709	-8,209
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-15,524	5,160	-3,000	-4,500	-3,000
자본금	0	0	7	0	0
현금배당	-183	-469	-469	-469	-469
기타현금흐름	1,163	-4,368	-4,839	-4,740	-4,740
연결범위변동 등 기타	103	-368	-1,863	2,699	2,680
현금의 증감	-214	4,049	-3,725	400	2,009
기초 현금	5,600	5,386	9,435	5,710	6,110
기말 현금	5,386	9,435	5,710	6,110	8,119
NOPLAT	4,908	6,608	7,357	7,425	7,705
FCF	-3,787	4,372	6,399	7,171	7,189

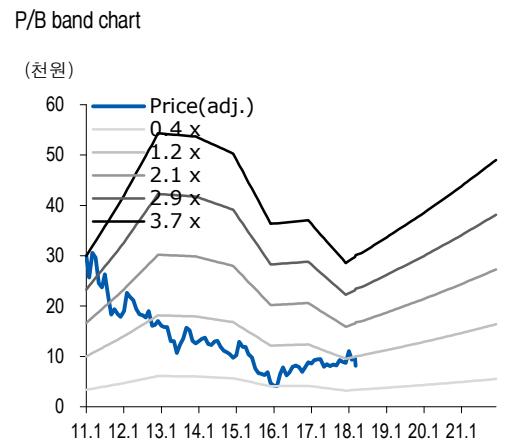
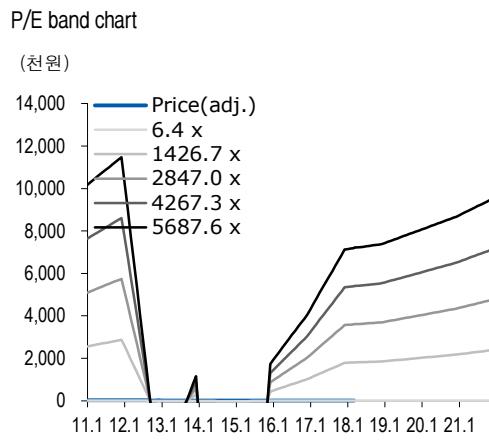
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

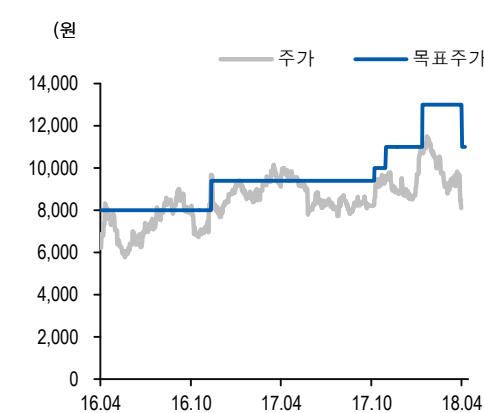
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	305	716	1,253	1,298	1,411
BPS	9,932	7,662	8,914	10,211	11,622
EBITDAPS	3,606	4,412	4,740	4,761	4,939
SPS	27,618	31,648	34,084	34,454	34,904
DPS	0	0	0	0	0
PER	22.5	12.4	6.7	6.5	5.9
PBR	0.7	1.2	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.7	7.6	6.7	6.4	5.9
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-3.9	14.6	8.0	1.1	1.3
영업이익 증가율 (%)	흑전	34.6	11.3	0.9	3.8
지배순이익 증가율 (%)	흑전	135.2	75.6	3.6	8.7
매출총이익률 (%)	23.1	23.5	23.6	23.4	23.4
영업이익률 (%)	8.6	10.1	10.4	10.4	10.6
지배순이익률 (%)	1.1	2.3	3.7	3.8	4.0
EBITDA 마진 (%)	13.1	13.9	13.9	13.8	14.1
ROIC	-6.3	5.7	7.7	7.7	8.0
ROA	0.6	1.5	2.6	2.7	2.9
ROE	3.1	8.1	15.1	13.6	12.9
부채비율 (%)	190.8	223.8	217.7	177.2	148.4
순차입금/자기자본 (%)	180.9	222.8	195.3	147.4	108.8
영업이익/금융비용 (배)	2.1	3.3	3.7	4.1	4.6



두산인프라코어 (042670) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-04-06	BUY	11,000	1년		
2018-01-16	BUY	13,000	1년	-23.40	-11.54
2017-11-03	BUY	11,000	1년	-16.19	-0.91
2017-10-11	BUY	10,000	1년	-6.58	-3.30
2016-11-15	HOLD	9,400	1년	-7.20	-
2016-04-14	HOLD	8,000	1년	-7.84	-
2015-10-07	HOLD	7,000	1년	-20.03	-

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.5
Buy(매수)	86.2
Hold(중립)	12.2
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-04-03

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이재원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.