



2018/04/17

두산인프라코어(042670)

-2,600원의 악재, PER 6배, 그리고 1Q18 실적

■ 고약한 악재: FI들이 걸어온 DICC 2심 패소, 7,051억원 추가 소송

동사는 2011년 DICC 지분 20%(3,800억원)를 인수한 FI들이 걸어온 145억원의 미니 소송을 해왔는데 작년 1심 판결과 반대로, 2심에서는 FI들이 승소해 100억원 지급 판결을 받았다. 이에 2월부터 주가는 빠졌고, 4월초 FI들이 0.7조원 소송을 추가해 주가는 또 하락했다<그림2>. 0.7조원의 근거는..

3년 내 IPO 무산 시 드래그얼통(동반매도청구권)에 따라 DICC 전체 매각을 추진할 수 있지만, 두산은 DICC를 되사울 수 있는 콜옵션이 있었고, 그 가격은 인수희망처의 제시가(A)와 7,080억원(B) 중 낮은 가격이다. 업황/실적 붕괴로 IPO를 추진할 수 없었고<그림1>, (A)가 없었지만 FI는 (B)를 주장하고 있다. 2심에서 법원은 매각 방해만을 인정했을 뿐 배상가를 결정치 않았다. 동사가 3심에서 이길 수도 있고, 지더라도 금액이 다를 수 있다.

■ 그런데 실적은 무지 좋을 것 같다: 현재 PER 6배에 불과

그런데 업황도 실적도 너무 좋다. 동사의 1분기 중국 판매는 5,016대로 YoY 57% 성장했고, 중/대형 판매 비중도 1Q17 36.4%에서 1Q18 58.8%로 크게 늘어 P 효과도 추가된다. 동사는 1Q에 매출 1조 8,850억원, 영업이익 2,190억원(OPM 11.6%), 순이익 920억원, 별도로는 매출 1조 930억원, 영업이익 1,190억원으로 1Q12 이후 최대 실적을 시현할 전망이다<표3>.

2018년 영업이익 예상치를 11% 상향해 영업이익 7,740억원, 순이익 3,070억원에서, 시가총액은 1.8조원 대비 현 PER은 6배에 불과하다<표4>.

■ 소송에서 지고, 배상액도 0.7조원이라는 극단적 가정하에서도

BW가 모두 전환된 2.7억주의 불리한 ROE 13%에서, 타겟 PB 1.6배로 목표주가 14,000원을 유지한다<표1>. 다만, DICC 소송 악재를 반영해보면 PBR을 크로스체크하기 위해 사용해오던 SOTP에서, 타겟 PER 15배(Peer와 동일)에서 별도 영업가치 9,600원, 밥캣 가치 4,900원으로 적정주가는 15,000원에 달한다<표2>. 여기에 3심 패소 시 0.7조원 지급은 적정주가를 -2,600원, FI들의 투자원금 정도의 0.4조원이면 -1,500원의 주당 가치 훼손이 있다. 그래도 적정주가는 12,000원~13,000원이다. 물론 자금 마련을 위한 유동성 이슈가 있지만, 3심은 멀다. 실적은 좋아지고 있고, 팔 밥캣 주식도 있다.

조선/기계 최광식

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

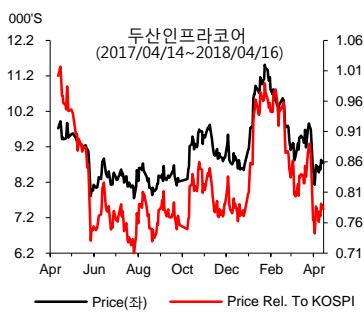
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	14,000원
종가(2018/04/17)	8,800원

Stock Indicator

자본금	1,040십 억원
발행주식수	20,815만주
시가총액	1,815십 억원
외국인지분율	12.7%
배당금(2017)	-
EPS(2018E)	1,475원
BPS(2018E)	9,132원
ROE(2018E)	17.6%
52주 주가	7,730~11,500원
60일평균거래량	2,783,971주
60일평균거래대금	26.8십 억원

Price Trend



DICC를 2013년 IPO를 했다면: 시가총액 0.5조원도 버겁

<그림 1> DICC를 IPO 할 수 없었던 것은, 시장가치는 급변(급락)했기 때문임

FI들은 2011년 3월 두산인프라코어의 중국 생산법인 20% 지분을 3,800억원에 매입하고 3년 후 IPO를 계획

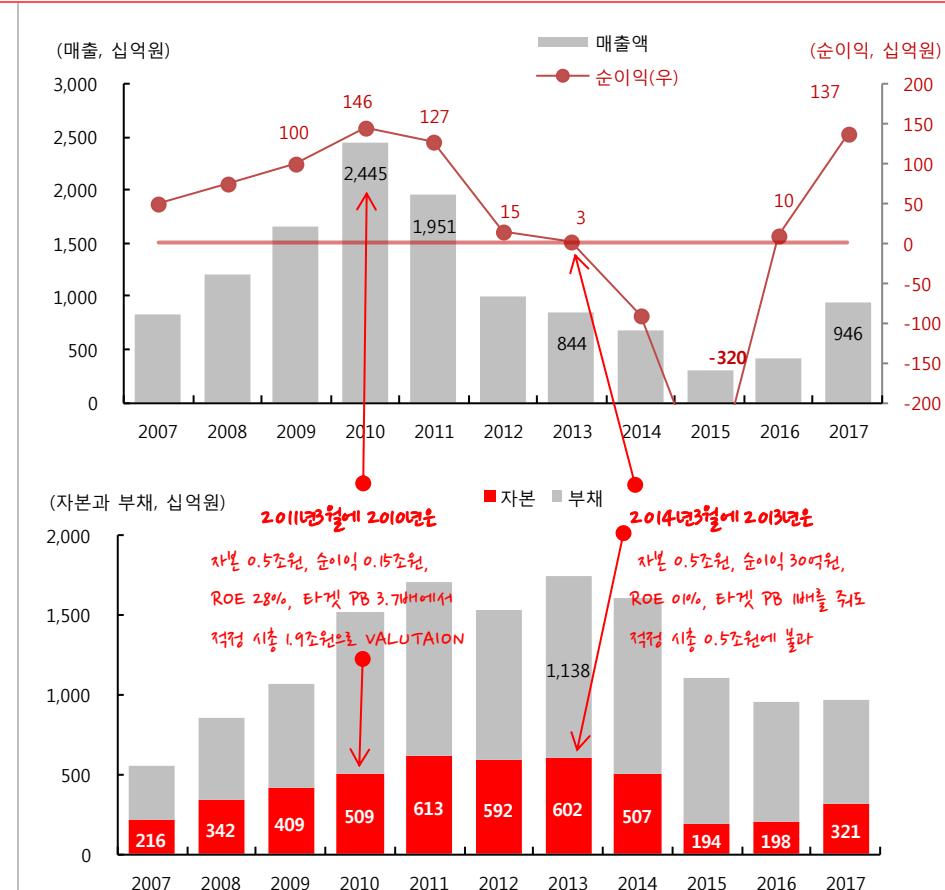
당시 DICC를 1.9조원 가치로 보았던 것은
판단하는 기준이 된 2010년의
실적이, 자본총계 0.5조원에서
순이익 1,455억원으로 ROE가
29%에 달했고

회사의 성장성 등을 감안해 타겟 PB를 3.7배로 부여했던 것

즉, 2012년부터 급격한 불황이
올지 몰랐던 것

3년 후 IPO를 진행했다면 자본총계 0.5조원에, ROE 1%였던 회사를 아마도 0.5조원에 IPO 했어도 비싸게 받게 되는 것이었을 것

본 연구원은 법리적 판단을 모름, 그러나 당시 매각 방해를 했던지 안했던지 간에, 매각을 강행했다면 큰 손실을 보았을 것



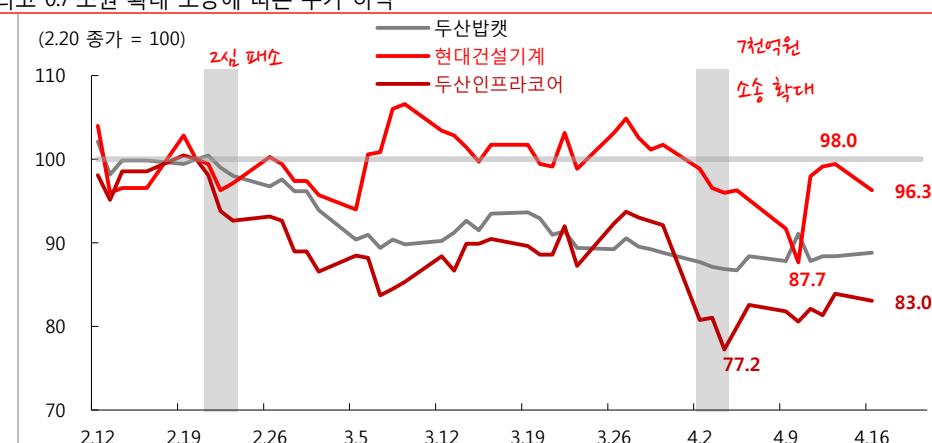
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 2> DICC 2심 패소, 그리고 0.7조원 확대 소송에 따른 주가 하락

DICC 2심 패소, 그리고 0.7조원 소송 확대로 주가는 최고 22% 나 하락

10,300원 → 8,110원: -2,200 원 하락

아래의 <표1> 극단적 가정에서의 VALUATION에서 제시한, 최대 0.7조원 패소 금액을 주당으로 환산한 -2,600원에 준하는 악재를 이미 주가에 반영



자료: 하이투자증권 리서치

극단적 가정에서의 VALUATION: 3심 패소, 금액 0.7조원

<표 1> 기준 별도에 타겟 PER 15 배 + 밥캣 시장가치(기준 타겟 시총) - DICC 소송패소 0.7 조원의 VALUATION 결과는 12,000 원으로 기준 목표주가 14,000 원에서 큰 차이 없음

배상 규모를 0.4 조원으로 FI들의 투자원가로 가정할 경우 주당가치는 +1,000 원 올라가서 13,000 원 올라감

SOTP VALUATION = BW 모두 행사 + 0.7조원 현금 아웃의 최악의 가정						
계정	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년
매출액(별도, 십억원)	3,827	4,197	2,387	2,205	2,550	3,934
영업이익	-20	94	-264	46	178	347
순이익(별도)	-120	47	-719	-56	60	172
					↑ 공기BG 매각 이익	
자본총계(별도)	2,575	2,566	1,887	1,834	1,891	2,055
자본총계(별도)_영구채 제외	2,067	2,057	1,379	1,326	1,383	1,546
			↑ 공작기계 매각 ↑			
PER					15	15
④ 별도의 영업가치(십억원)					910	2,580
주당가치(원) BW 행사					9,600	3,120
두산밥캣 목표 시가총액			3,800	3,380	3,200	3,200
						↑ 현재 밥캣 시총
지분율			59.4%	59.4%	59.4%	59.4%
두산밥캣 보유지분가치			2,257	2,008	1,901	1,901
할인율			30%	30%	30%	30%
⑤ 두산밥캣 보유지분 가치를 또 할인(십억원)			1,580	1,410	1,330	1,330
주당가치(원)					4,900	4,900
⑥ 잠재리스크: DICC 3심 패소						
주당가치(원)						
주식수(백만주)	207	207	207	207	208	
주식수(백만주) BW 행사						270
두산인프라코어 적정 가치(십억원) = ④ + ⑤ + ⑥					2,320	3,202
주당 적정가치					11,200	11,900
적정주가						19,000
종가(04.17)						12,000
상승여력						19,000
						8,790
						37%
						116%

자료: 하이투자증권 리서치

<표 2> (BW 전환 가정한 낮아진) ROE 13%에서 타겟 PBR 1.6 배, 목표주가 14,000 원 유지

	(원, 배수)						
BW 모두 전환을 가정한 Valuation(연결)							
계정	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년
주식수(백만주)	207	207	207	208	208	208	208
BW 모두 전환시 주식수				208	270	270	270
EPS	202	-3,948	305	714	1,475	1,707	1,779
↓		공기BG 매각 이익 ↑			EPS 할인율 23% ↓		
EPS(BW 모두 전환 가정)	202	-3,948	305	714	1,138	1,317	1,372
BPS	13,493	9,744	9,932	7,662	9,132	10,838	12,617
↓					8,899	10,216	11,589
BPS(BW 모두 전환 가정)					↑ BW 모두 전환		
PBR(고)	1.07	1.39	1.02	1.09	1.45		
PBR	0.94	0.93	0.69	1.18	1.25		
PBR(저)	0.81	0.48	0.33	0.70	1.08		
ROE	1.5%	-40.5%	3.1%	9.3%	16.1%	15.7%	14.1%
ROE(BW 모두 전환)			3.1%	9.3%	12.8%	12.9%	11.8%
적용ROE	1%	3%	6%	9%	13%	13%	12%
└ FWD nY	+0Y	+1Y	+0~1Y	+0Y	+0Y	+0Y	+0Y
공장기기 매각이익 대출에 2017년 ROE 상승 ↑							
COE(고)	1.4%	2.2%	6.1%	8.6%	8.8%		
COE(평)	1.6%	3.3%	9.0%	7.9%	10.3%		
적용ROE = +0Y			9.3%	12.8%	12.9%	11.8%	
적용COE = TRL 참조				8.0%	8.0%	8.0%	
Target PBR				1.6	1.6	1.5	
사용 BPS: BW 모두 전환 가정			7,662	8,899	10,216	11,589	
주당 적정가치				14,200	16,300	17,400	
목표주가				14,000			
증가(04.17)				8,790			
상승여력				59.3%			

자료: 하이투자증권 리서치

<그림 3> 두산인프라코어 PER 6 배...



자료: 하이투자증권

<그림 4> 두산인프라코어 지금 PB 1.0 배, 타겟 1.6 배



자료: 하이투자증권

실적: 1Q18 상당히 좋을 것

<표 3> 두산인프라코어 1Q18에서, 건기 BG(해비) 영업이익 1,000억원 상회하며, 1Q12 이후 별도 사상 최대 실적을 시현할 전망

(십억원)

계정	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	2018 ガイダン스	2018
매출액	1,562	1,773	1,585	1,648	1,885	1,990	1,664	1,879	5,730	6,568	7,341	7,419
영업이익	148	215	144	154	219	220	156	178	491	661	713	774
금융/기타영업외	-15	-64	-13	-75	-57	-56	-55	-54	-409	-168		-223
세전사업이익	133	151	128	78	161	164	101	124	82	490		550
순이익	74	84	77	62	110	115	71	87	116	297		382
지배주주지분 순이익	52	60	52	-15.2	92	94	54	68	63	149		307
영업이익률	9.5%	12.1%	9.1%	9.3%	11.6%	11.1%	9.4%	9.5%	8.6%	10.1%	9.7%	10.4%
지배주주순이익률	3.3%	3.4%	3.3%	-0.9%	4.9%	4.7%	3.2%	3.6%	1.1%	2.3%		4.1%
해비												
중국 판매 대수	3,198	2,897	1,786	2,970	5,016	4,110	2,116	2,749	4,649	10,851		13,991
y-y	121%	155%	114%	141%	57%	42%	18%	-7%	32%	133%		29%
매출액(기준)	531	561	434	478	955	914	675	693	1,346	2,004		3,237
												북미/유럽 해비 판매사업 양수↑
해비+선진시장	688	759	623	655	955	914	675	693	2,039	2,726	2,800	3,237
y-y									1%	34%	3% 성장	19%
영업이익	47	53	23	43	106	92	39	43	23	166		279
영업이익률	8.8%	9.4%	5.3%	9.0%	11.1%	10.0%	5.7%	6.2%	1.7%	8.3%		8.6%
									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	138	167	139	252	504	502	500	696
영업이익	8	26	20	22	13	16	14	25	53	76	FLAT?	68
영업이익률	8.0%	18.8%	14.4%	17.7%	9.3%	9.7%	9.8%	9.9%	10.6%	15.1%		9.7%

자료: 하이투자증권 리서치

<표 4> 두산인프라코어 실적 추정치: 영업이익단, 기대 이상의 판매 호조 반영해 상향,
순이익단은 영업외 보수적 가정으로 과거 추정치에 준하게 됨

(십억원)

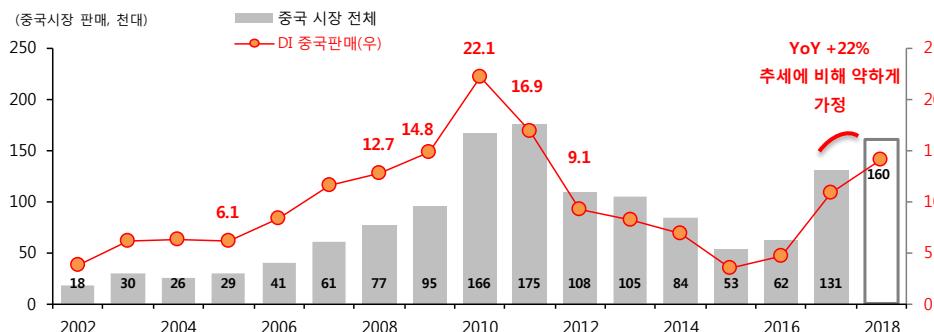
두산인프라코어	신규추정			기존추정			Gap: 신규/기존		
	2018E	2019E	2019E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	7,419	7,752	7,896	7,121	7,560	7,669	4%	3%	3%
영업이익	774	836	838	695	786	776	11%	6%	8%
지배주주 순이익	307	355	370	304	370	376	1%	-4%	-2%
영업이익률	10%	11%	11%	10%	10%	10%	1%p	0%p	0%p
순이익률	4%	5%	5%	4%	5%	5%	0%p	0%p	0%p
해비									
매출액	3,237	3,407	3,519	2,984	3,244	3,326	8%	5%	6%
영업이익	279	281	292	202	230	231	38%	22%	26%
영업이익률	8.6%	8.3%	8.3%	6.8%	7.1%	6.9%	2%p	1%p	1%p
밥캣									
매출액	3,485	3,619	3,632	3,485	3,619	3,632	0%	0%	0%
영업이익	427	468	459	427	468	459	0%	0%	0%
영업이익률	12%	13%	13%	12%	13%	13%	0%p	0%p	0%p
엔진									
매출액	696	726	745	652	697	712	7%	4%	5%
영업이익	68	86	87	65	87	86	4%	0%	1%
영업이익률	10%	12%	12%	10%	12%	12%	0%p	-1%p	0%p

자료: 하이투자증권 리서치

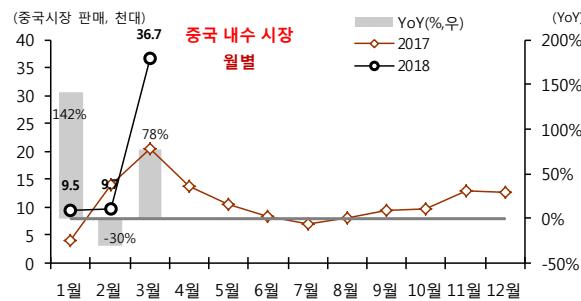
중국시장의 판매 호조 현황

<그림 5> 3월까지 누적 중국 판매량은 55,927 대로, 과거 3월까지가 연판매의 31%를 차지했던 추이를 적용하면

지금 중국 시장은 17.8 만대 추세: 하반기 슬로우우다운한다는 보수적 가정하에서 16 만대로 판매 예상치 적용해둔 상황
동사의 판매도 3월까지 누적으로 YoY +57% 성장한 5,016 대이며, 연간 15,000 대 추세이지만, 현재 14,000 대로 모델 적용



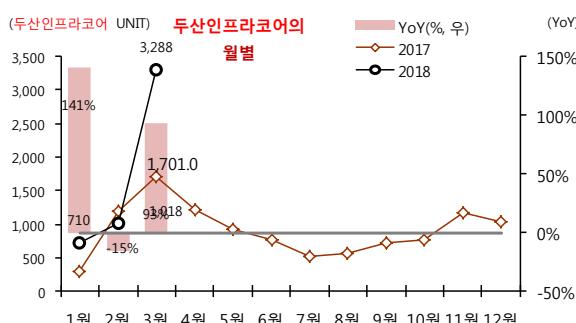
▼ 월별 ▷ 중국 시장



▼ 월 누적



▷ 두산인프라코어



자료: 하이투자증권 리서치

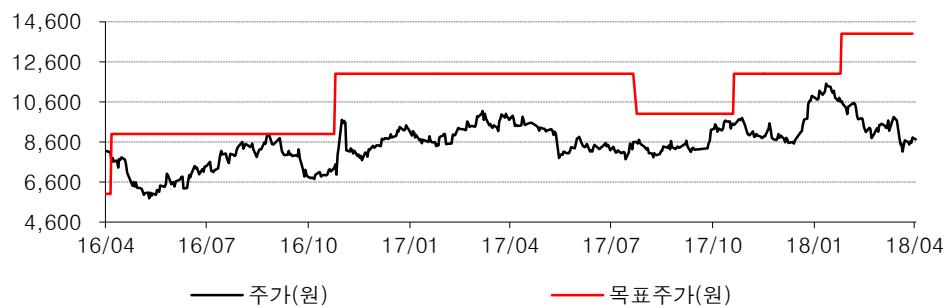
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
	(단위:십억원)					(단위:십억원, %)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,767	4,140	4,403	4,738	매출액	6,568	7,419	7,752	7,896
현금 및 현금성자산	943	985	1,115	1,389	증가율(%)	14.6	13.0	4.5	1.9
단기금융자산	197	199	201	203	매출원가	5,025	5,705	5,918	6,025
매출채권	1,213	1,409	1,475	1,505	매출총이익	1,543	1,714	1,835	1,871
재고자산	1,255	1,374	1,435	1,462	판매비와관리비	882	940	998	1,033
비유동자산	6,509	6,525	6,547	6,567	연구개발비	143	162	169	172
유형자산	1,787	1,842	1,890	1,931	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	4,169	4,065	3,969	3,879	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	10,276	10,665	10,950	11,305	영업이익	661	774	836	838
유동부채	3,696	3,991	3,937	4,142	증가율(%)	34.6	17.1	8.1	0.3
매입채무	858	1,071	1,366	1,490	영업이익률(%)	10.1	10.4	10.8	10.6
단기차입금	1,409	1,198	1,018	865	이자수익	11	13	15	18
유동성장기부채	571	786	571	771	이자비용	199	199	179	161
비유동부채	3,407	3,119	3,013	2,704	지분법이익(손실)	-3	-	-	-
사채	1,155	940	940	740	기타영업외손익	-9	-40	-40	-40
장기차입금	1,514	1,362	1,226	1,104	세전계속사업이익	490	550	634	657
부채총계	7,103	7,110	6,951	6,846	법인세비용	193	168	190	197
지배주주지분	1,594	1,901	2,256	2,626	세전계속이익률(%)	7.5	7.4	8.2	8.3
자본금	1,040	1,040	1,040	1,040	당기순이익	297	382	444	460
자본잉여금	212	212	212	212	순이익률(%)	4.5	5.1	5.7	5.8
이익잉여금	785	1,092	1,447	1,817	지배주주귀속 순이익	149	307	355	370
기타자본항목	-443	-443	-443	-443	기타포괄이익	-139	-9	-9	-9
비지배주주지분	1,579	1,655	1,743	1,833	총포괄이익	157	373	434	450
자본총계	3,173	3,555	3,999	4,459	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	666	986	1,163	1,047	주당지표(원)				
당기순이익	297	382	444	460	EPS	716	1,475	1,707	1,779
유형자산감가상각비	141	145	152	159	BPS	7,662	9,132	10,838	12,617
무형자산상각비	113	104	96	89	CFPS	1,944	2,671	2,901	2,969
지분법관련손실(이익)	-3	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-256	-302	-302	-302	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-93	-200	-200	-200	PER	12.1	5.9	5.1	4.9
무형자산의 처분(취득)	-76	-	-	-	PBR	1.1	1.0	0.8	0.7
금융상품의 증감	-14	-66	-66	-66	PCR	4.5	3.3	3.0	2.9
재무활동 현금흐름	32	-800	-968	-712	EV/EBITDA	5.8	4.8	3.9	3.4
단기금융부채의증감	-	4	-395	47	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	516	-366	-136	-323	ROE	8.1	17.6	17.1	15.2
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA 이익률	13.9	13.8	14.0	13.8
배당금지급	-2	-2	-2	-2	부채비율	223.8	200.0	173.8	153.5
현금및현금성자산의증감	405	42	130	273	순부채비율	110.6	87.3	61.0	42.4
기초현금및현금성자산	539	943	985	1,115	매출채권회전율(x)	5.8	5.7	5.4	5.3
기말현금및현금성자산	943	985	1,115	1,389	재고자산회전율(x)	5.4	5.6	5.5	5.5

자료 : 두산인프라코어, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(두산인프라코어)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	乖리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
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-mail 등을 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 간접 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 최광식)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

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

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

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-