

두산인프라코어(042670)

- 1Q18 Review 또 시작된 서프라이즈 랠리

1Q18 Review 또 시작된 서프라이즈 랠리

- 1Q18 연결기준 실적은 매출액 1조 9,569억원 (+25.3% yoy) 영업이익 2,416억원 (+62.8% yoy) 영업이익률 12.3%(+2.8%p yoy)으로 컨센서스(매출액 1조 7,906억원 영업이익 1,879억원) 대비 매출액은 +9.3%, 영업이익은 +28.6% 초과하는 서프라이즈를 달성했다. 작년 내내 시장 예상치를 초과 달성해 성장률 부담이 있었으나 올해 다시 초과 성장 랠리를 시작했다.
- 부문별 실적에서는 헤비*가 매출액 9,602억원(+40.7% yoy) 영업이익 1,210억원(+118.3% yoy) 영업이익률 12.6%(+3.8%p yoy)로 급성장했다. 건기사업부에서 중국 시장 매출액이 4,251억원(+92.9% yoy)으로 급증세가 지속되었고 APEM* 매출액이 3,394억원(+9.2% yoy), NA/EU 매출액이 1,956억원(+29.3% yoy) 성장했다. NA/EU 지역 판매는 작년말 밥캣에서 사업을 이관받아 올해부터 건기사업부로 잡힌다. 이 관에 대한 시너지 효과가 시작되고 있는 것으로 추정된다.
- 엔진 부문은 매출액이 1,308억원(+26.9% yoy)으로 상승했으며 G2엔진 납품증가와 중국형 CKD 증가, 외부항 판매증가로 영업이익이 263억원(+221.9% yoy)으로 급증했다.
- 두산밥캣은 매출액 8,659억원(+11.6% yoy) 영업이익 943억원(+11.3% yoy)으로 컨센서스(영업이익 965억원)를 크게 벗어나지 않았다.

중국시장, Q성장에 P성장까지 가세

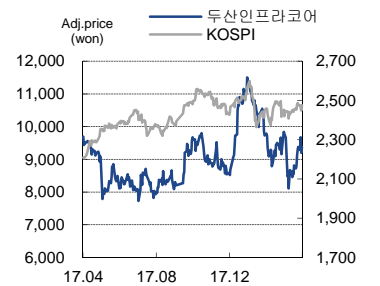
- 중국 굴삭기 판매량은 1분기에만 5.5만대(+45.4% yoy)를 기록했다. 동기 동사는 5,016대(+56.8% yoy)를 판매해 시장 성장을 초과했다. 1Q18 평균 점유율도 9.0%(+0.8%p yoy)로 상승했다. 중국 굴삭기 시장은 3월 판매량이 월간 판매량 중 가장 많고 통상 연간 판매량의 15~25%를 한달만에 판매한다. 3월 판매량이 한해 업황을 좌우한다. 올해 3월 판매량은 36,643대(+78.0% yoy)로 급증했고 연간 17.3만대를 판매해 역대 최대치를 기록했던 2011년 이후 두번째로 많은 수치이다. 사측은 올해 중국 굴삭기 시장 전망을 연초 13.5만대에서 15~17만대로 동사 판매량을 기존 1만대에서 1.3~1.5만대 수준으로 상향했다.
- Q의 성장 뿐만 아니라 P의 성장도 두드러졌다. 1Q18 동사 중국 굴삭기 판매량 중 중대형 비중은 40%(+13% yoy)로 증가했고 ASP도 459천 RMB(+16% yoy)로 높아졌다. 판매의 질도 좋아져 1년 이내 판매대금의 60% 이상 회수되는 계약이 84%(1Q17 55%, +29% yoy)로 높아졌다. 수요 급증으로 판매자 우위 시장이 지속되며 과거 성장기에 보여줬던 시장 과열양상은 전혀 감지되지 않고 있다. 작년 내내 보수적인 수익성 위주의 판매 전략을 취했지만 딜러망 선제조정, 신모델 경쟁력 등으로 점유율이 상승했다. 올해도 같은 기조가 유지되며 과거의 위임을 찾아가고 있다.

Rating	매수(유지)
Target Price	14,000원
Previous	13,000원

■ 주가지표

KOSPI(04/26)	2,476P
KOSDAQ(04/26)	879P
현재주가(04/26)	9,370원
시가총액	19,503억원
총발행주식수	20,815만주
120일 평균거래대금	2,624억원
52주 최고주가	11,500원
최저주가	7,730원
유동주식비율	63.7%
외국인지분율(%)	13.0%
주요주주	두산중공업 외 8인 (36.3%) 국민연금 (7.3%)

■ 상대주가차트



- 믹스가 마진이 좋은 중대형급으로 옮겨가고 있어 매출과 이익이 동시에 좋아지고 있다. 2Q부터 원자재, 인건비 상승이 원가에 다소 반영될 수 있지만 평가인상으로 전가가 가능한 상황이다. 오히려 원자재가 상승에 따른 자원개발 투자와 각국의 인프라 투자 움직임에 대한 수혜가 더 커 보인다.

매수 투자의견 유지, 목표주가 1.4만원으로 상향

- 중국시장 회복기에 점유율을 끌어 올리며(2015년 6.7%, 16년 7.4%, 17년 8.3%, 올해 현재 9.0%) 전통적 강자의 이미지를 회복했다. 중국시장은 과거 최대치 갱신을 향해 달려가고 있지만 과거와 같은 과열양상이 아닌 건전한 성장이 지속되고 있다. 중국법인 소송 노이즈로 주가 변동성이 커졌지만 중국시장 회복으로 중국법인 IPO 가능성도 커져 리스크가 감소할 것으로 예상된다. 매수 투자의견을 유지하며 실적 전망치 수정으로 목표주가를 1.4만원으로 상향한다. 목표주가는 올해 추정 EPS(BW 희석 반영)에 타깃 PER 14배를 적용해 산정했다.

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

*APEM, NA/EU: APEM은 지역구분 중 신흥국을 통칭. 아시아퍼시픽 & 이머징마켓. NA/EU는 미주와 유럽으로 작년말 밥캣으로부터 사업을 이관받아 올해부터 반영

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%
2017A	65,679	6,608	2,966	1,486	716	12.1	1.1	7.6	10.1%	9.0%	7.4%
2018F	73,429	8,000	4,053	2,797	1,344	7.0	1.1	6.8	10.9%	12.1%	7.6%

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

〈도표1〉 1Q18 Review 또 시작된 서프라이즈 랠리

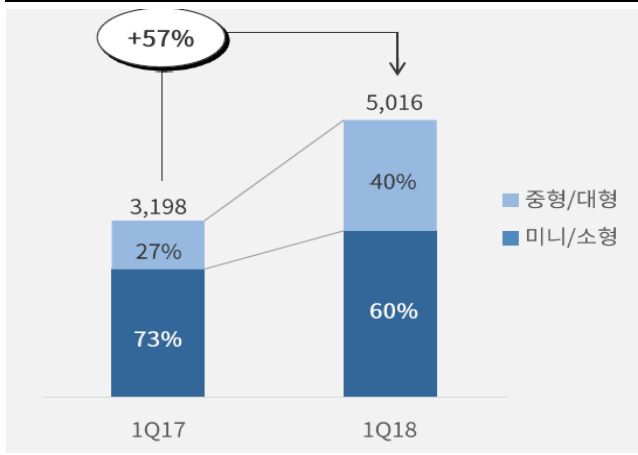
(단위: 억원, %, %p)

	1Q17	4Q17	1Q18p	yoy	qoq	컨센서스	차이
매출액	15,616	16,484	19,569	+25.3%	+18.7%	17,906	+9.3%
영업이익	1,484	1,538	2,416	+62.8%	+57.1%	1,879	+28.6%
opm	9.5%	9.3%	12.3%	+2.8%p	+3.0%p	10.5%	+1.8%p
순금융비용	447	510	477	+6.6%	-6.4%		
외환손익	417	-12	131	-68.6%	-		
순이익	743	615	1,414	+90.3%	+129.8%	715	+97.8%

자료: 두산인프라코어, 한양증권 리서치센터

〈도표2〉 중국 굴삭기 판매대수 및 Mix 추이

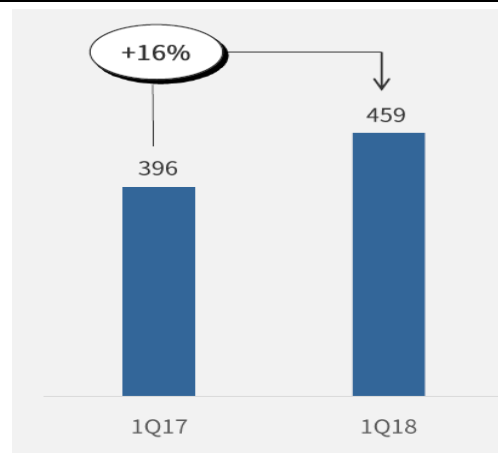
(단위: 대)



자료: 두산인프라코어, 한양증권 리서치센터

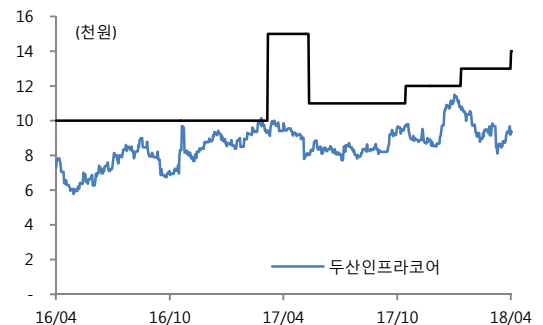
〈도표3〉 중국 굴삭기 평균판매가격 추이

(단위: 천 RMB)



자료: 두산인프라코어, 한양증권 리서치센터

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: 2018.03.31)

구분	매수	중립	매도
비율	80%	20%	0%

• 투자 의견 및 목표가 등 추이

종목명	코드	제시일자	투자 의견	목표가	괴리율(%)	
					평균	최고/최저

두산인프라코어	042760	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	-19.7	-4.2
		2018.02.05	매수(유지)	13,000원	-27.4	-16.9
		2018.02.08	매수(유지)	13,000원	-28.0	-18.1
		2018.04.27	매수(유지)	14,000원	-	-

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.