

두산인프라코어(042670)

하회	부합	상회
영업이익의 컨센서스 대비를 의미		

중국을 포함한 전 지역이 좋다

매출액과 영업이익, 컨센서스를 각각 9%, 27% 상회

중국뿐만 아니라 전 지역에 걸쳐 견조한 수요, 하반기도 이익 늘어날 것

BW 회석 감안해도 18년 PER 9배

Facts : 컨센서스 상회하는 양호한 실적

1분기 영업실적은 매출액 1조 9,568억원, 영업이익 2,416억원이다. 매출액은 전년대비 25.3% 증가한 것이고 영업이익은 62.8% 늘어난 것이다. 컨센서스대비로는 각각 9.2%, 27.1% 상회했다. 세전이익은 1,977억원으로 영업외부문의 특이점은 없었다.

Pros & cons : 중국은 호황, 밥캣/아시아/선진국 시장도 맑음

1분기 중국굴삭기 판매량은 시장 5.6만대(+46% YoY), 두산인프라코어 5,016대(+56.8% YoY)다. 현재 중국 시장은 교체주기/환경규제 강화로 빠르게 늘어난 수요를 생산이 못 따라가고 있다. 이에 따라 2분기도 전년대비 큰 폭의 판매량 증가가 예상된다. 중대형 중심으로 mix가 개선돼 수익성도 좋아졌다. 이에 따라 두산인프라코어의 중국시장 매출액 추정치를 1.16조에서 1.27조로 상향했다.

원화강세에도 신흥시장(한국 포함)과 선진국 시장(북미, 유럽). 지난분기까지 밥캣 실적에 포함에서도 굴삭기 매출액이 각각 9%, 29% 증가했다. 최근 Caterpillar 도 1분기 실적발표를 통해 북미, 유럽, 아시아 등 전 지역에 걸쳐 수요가 회복되고 있음을 언급해 하반기에 전년대비 이익이 꾸준히 늘어날 것이다.

연결자회사인 두산밥캣(밥캣)의 1분기 실적(매출액 8,703억원, 영업이익 943억 원)은 원화강세, 1월 일시적인 생산 차질에도 불구하고 시장 기대치(영업이익 970억원)에 부합했다. 미국 및 유럽 주택경기 호황으로 달러기준 매출액이 21.2% 증가했는데, 2분기 매출액은 달러기준 25%, 원화기준 17% 증가가 예상된다.

Action : BW회석 감안해도 PER 9배, 매수 의견 유지

목표주가 13,500원을 유지한다. 전 사업부 실적 개선을 반영해 18년, 19년 순이익 추정치를 각각 18.2%, 1.2% 상향했다. 그러나 최근 글로벌 peer들의 주가 부진으로 적용 PER도 13.3배(peer 평균 기준 15배)로 낮췄다. 18년 PER은 6.3배다. BW(약 5,000억원) 전량 회석을 감안해도 9배로 valuation 매력이 있다.

매수(유지)

목표주가: 13,500원(유지)

Stock Data

KOSPI(4/26)	2,476
주가(4/26)	9,370
시가총액(십억원)	1,950
발행주식수(백만)	208
52주 최고/최저가(원)	11,500/7,730
일평균거래대금(6개월, 백만원)	26,238
유동주식비율/외국인지분율(%)	63.7/13.0
주요주주(%)	두산중공업 외 8 인
	36.3
	국민연금
	7.3

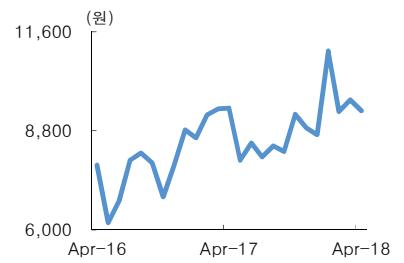
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	13.9	6.4	5.7
PBR(x)	1.1	1.0	0.9
ROE(%)	8.1	17.5	16.4
DY(%)	—	—	—
EV/EBITDA(x)	7.6	6.4	6.0
EPS(원)	627	1,471	1,632
BPS(원)	7,662	9,127	10,759

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.3)	(3.1)	(5.0)
KOSPI 대비(%)	(4.9)	(2.9)	(17.1)

주가추이



자료: WISEfn

조철희

chulhee.cho@truefriend.com

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	1,561.6	1,773.4	1,584.5	1,648.4	1,956.9	18.7	25.3	1,792
영업이익	148.4	214.7	143.9	153.8	241.6	57.1	62.8	190
영업이익률(%)	9.5	12.1	9.1	9.3	12.3			10.6
세전이익	133.2	150.7	128.0	77.8	197.7	154.1	48.5	146
순이익	51.8	60.4	51.7	(15.2)	104.7	NM	102.2	76

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 수익예상 변경

(단위: 십억원, 원, %)

	변경전			변경후		변경률	
	2017	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	6,568	7,427	8,398	7,640	8,298	2.9	(1.2)
영업이익	661	724	857	830	901	14.6	5.1
세전이익	490	514	666	645	716	25.6	7.4
순이익	149	259	336	306	340	18.2	1.2
EPS	627	1,244	1,613	1,471	1,632	18.2	1.1

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 실적 추이 및 전망

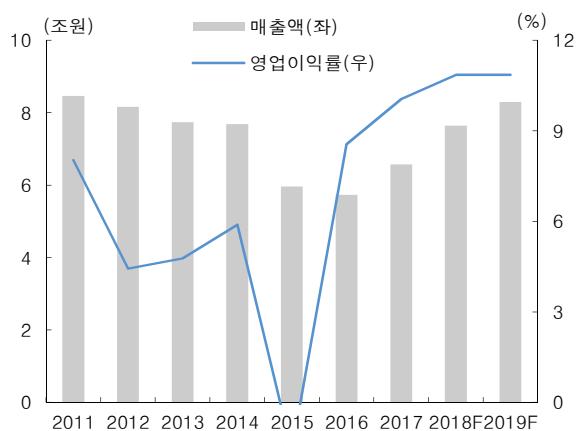
(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	1,562	1,773	1,585	1,648	1,957	2,073	1,715	1,896	6,568	7,640	8,298
건설기계	1,459	1,635	1,446	1,526	1,826	1,921	1,561	1,776	6,066	7,088	7,702
Non-Bobcat	531	561	434	478	960	893	672	769	2,004	3,295	3,557
중국	221	258	176	262	425	340	205	301	917	1,271	1,268
중국 외	310	303	258	217	339	348	292	272	1,088	1,251	1,438
선진시장					196	205	176	196		773	851
두산밥캣	927	1,074	1,012	1,048	866	1,028	888	1,007	4,062	3,794	4,146
엔진	103	138	139	122	131	152	154	115	502	552	596
영업이익	148	215	144	154	242	236	170	181	661	830	901
건설기계	140	189	124	132	215	208	147	166	585	736	799
Non-Bobcat	47	53	23	43	121	84	45	42	166	292	302
중국	32	41	18	38	82	61	28	23	130	194	190
중국 외	15	11	5	5	31	17	12	15	36	75	86
선진시장					9	6	5	3		23	26
두산밥캣	93	136	101	89	94	123	102	124	419	444	497
엔진	8	26	20	22	26	29	23	16	76	94	101
영업이익률	9.5	12.1	9.1	9.3	12.3	11.4	9.9	9.6	10.1	10.9	10.9
건설기계	9.6	11.5	8.6	8.7	11.8	10.8	9.4	9.3	9.6	10.4	10.4
Non-Bobcat	8.8	9.4	5.3	9.0	12.6	9.4	6.7	5.4	8.3	8.9	8.5
중국	14.5	16.1	10.2	14.6	19.2	17.8	13.8	7.7	14.1	15.2	15.0
중국 외	4.8	3.7	2.0	2.2	9.0	5.0	4.0	5.7	3.3	6.0	6.0
선진시장					4.5	3.0	3.0	1.5		3.0	3.0
두산밥캣	10.1	12.7	10.0	8.5	10.9	12.0	11.5	12.3	10.3	11.7	12.0
엔진	8.0	18.9	14.3	17.8	20.1	19.0	15.0	13.5	15.1	17.0	17.0

주: 중국 등은 추정치, 2017년까지 선진시장 heavy는 밥캣에 포함되어 있었음

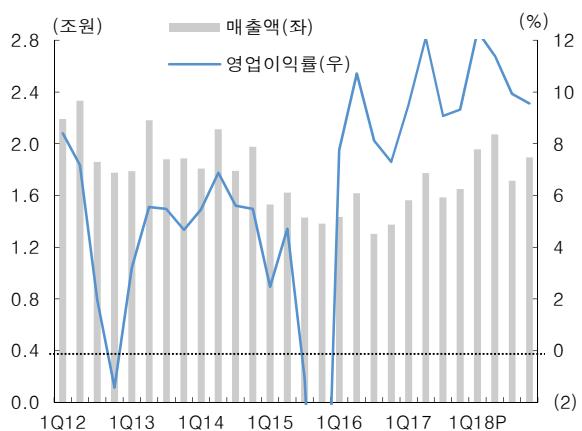
자료: 한국투자증권

[그림 1] 연간 실적 추이 및 전망



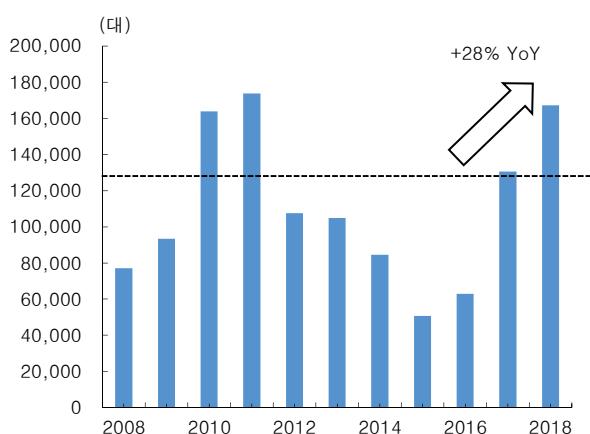
자료: 한국투자증권

[그림 2] 분기 실적 추이 및 전망



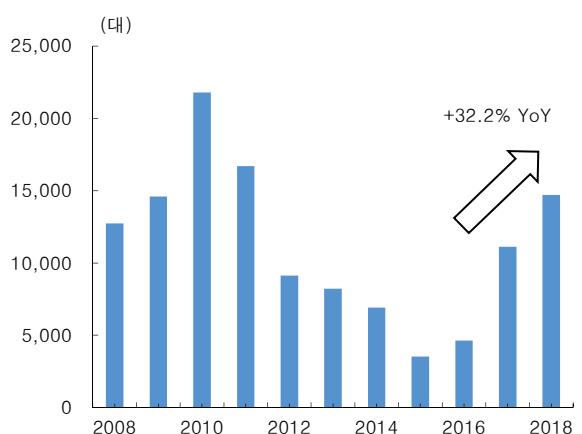
자료: 한국투자증권

[그림 3] 중국 굴삭기 시장 판매 – 올해 전망 16.7만대



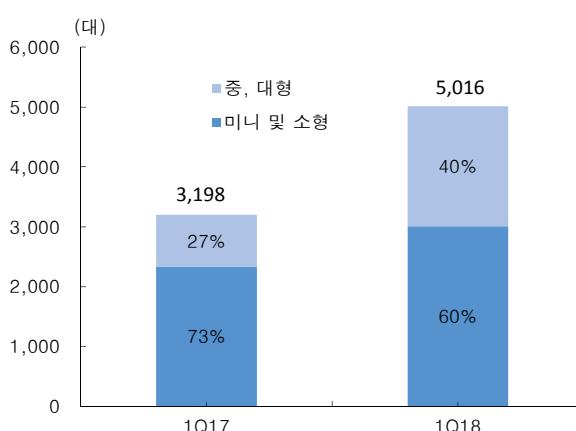
자료: 한국투자증권

[그림 4] 두인 중국 굴삭기 판매 – 시장 성장을 상회



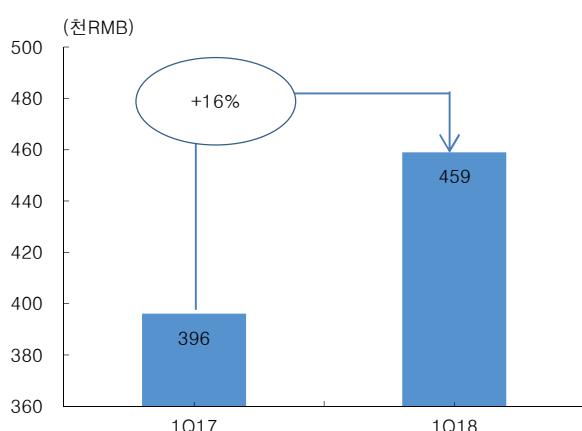
자료: 한국투자증권

[그림 5] 두산인프라코어 판매 대수 및 mix 추이



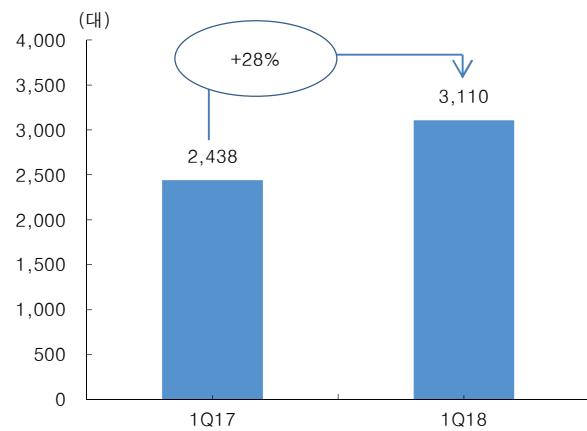
자료: 한국투자증권

[그림 6] 굴삭기 평균판매가격(ASP) 추이



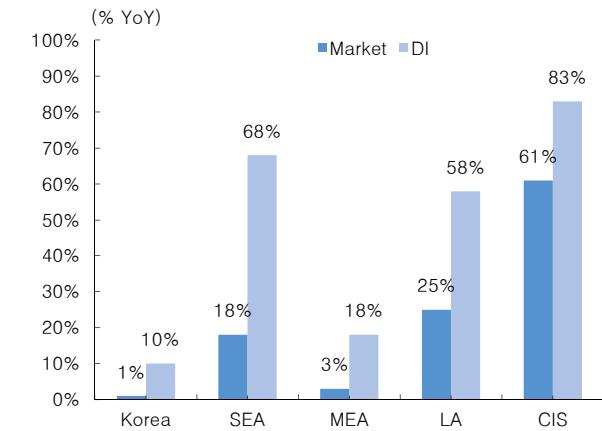
자료: 한국투자증권

[그림 7] APEM 판매대수



자료: 한국투자증권

[그림 8] 1분기 APEM 판매대수 – 시장 vs. 두인



자료: 한국투자증권

<표 4> 글로벌 peer valuation 비교 – 2018, 2019년 평균 PER은 13.3배

(단위: x, %)

	PER			PBR			EV/EBITDA			ROE		
	2016	2018F	2019F	2016	2018F	2019F	2016	2018F	2019F	2016	2018F	2019F
CATERPILLAR	28.9	14.3	12.9	4.1	4.9	3.4	16.4	8.3	7.6	(0.5)	37.2	32.0
VOLVO	16.4	12.3	11.8	2.3	2.5	2.3	8.5	8.0	7.8	14.6	22.1	21.0
HITACHI CONSTRUCTION	73.6	14.9	12.8	1.5	1.9	1.7	14.3	8.2	7.5	2.0	13.1	13.6
KOMATSU	24.1	14.4	12.8	1.7	1.9	1.7	11.1	9.1	8.4	7.3	13.9	14.3
평균	35.7	14.0	12.6	2.4	2.8	2.3	12.6	8.4	7.8	5.9	21.6	20.2

자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 5> BW(5,000억원) 전량 전환 가정 반영한 valuation

(단위: 십억원, 원, %)

	미반영			반영	
	2017	2018F	2019F	2018F	2019F
지배주주지분자본	1,594	1,900	2,239	2,400	2,739
BPS	7,662	9,127	10,759	8,875	9,154
ROE	8.1	17.5	16.4	15.3	13.2
PBR		1.0	0.9	1.0	1.0
EPS		1,471	1,632	1,023	1,256
PER		6.3	5.6	9.0	7.3
목표주가(13,500 원) 기준 PBR		1.5	1.3	1.5	1.5
목표주가(13,500 원) 기준 PER		9.2	8.3	13.2	10.7

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

건설기계, 공작기계, 엔진 및 각종 어테치먼트와 유틸리티 장비 등의 사업을 영위하고 있는 종합기계기업이다. 세계 최고 수준의 경쟁력을 바탕으로 인프라 지원산업분야 글로벌 선도기업으로 비상하고 있는 회사.

굴삭기: 땅이나 암석 따위를 파거나, 파낸 것을 처리하는 기계를 통틀어 이르는 말

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	3,050	3,767	4,383	4,877	5,478
현금성자산	539	943	1,098	1,245	1,532
매출채권및기타채권	1,030	1,197	1,392	1,577	1,712
재고자산	1,177	1,255	1,460	1,586	1,722
비유동자산	6,977	6,509	6,642	6,574	6,365
투자자산	179	190	191	191	192
유형자산	1,823	1,787	1,751	1,776	1,801
무형자산	4,441	4,169	4,279	4,149	3,875
자산총계	10,027	10,276	11,024	11,451	11,843
유동부채	3,653	3,696	4,018	4,011	3,900
매입채무및기타채무	1,042	1,282	1,491	1,619	1,532
단기차입금및단기사채	952	1,409	1,709	2,009	2,009
유동성장기부채	1,305	571	371	171	171
비유동부채	2,925	3,407	3,363	3,274	3,192
사채	715	1,155	955	755	555
장기차입금및금융부채	1,452	1,556	1,597	1,639	1,681
부채총계	6,578	7,103	7,380	7,285	7,092
지배주주지분	2,060	1,594	1,900	2,239	2,619
자본금	1,037	1,040	1,040	1,040	1,040
자본잉여금	249	212	212	212	212
기타자본	466	(108)	(108)	(108)	(108)
이익잉여금	578	785	1,091	1,430	1,810
비지배주주지분	1,388	1,579	1,744	1,927	2,132
자본총계	3,448	3,173	3,644	4,167	4,751

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,730	6,568	7,640	8,298	9,013
매출원가	4,404	5,025	5,837	6,367	6,915
매출총이익	1,325	1,543	1,804	1,931	2,097
판매관리비	834	882	974	1,030	1,119
영업이익	491	661	830	901	978
금융수익	176	297	19	17	19
이자수익	12	11	14	17	19
금융비용	428	456	204	201	197
이자비용	231	199	204	201	197
기타영업외손익	(157)	(9)	0	0	0
관계기업관련손익	(0)	(3)	0	0	0
세전계속사업이익	82	490	645	716	801
법인세비용	163	193	174	193	216
연결당기순이익	116	297	471	522	585
지배주주지분순이익	63	149	306	340	380
기타포괄이익	25	(139)	0	0	0
총포괄이익	141	157	471	522	585
지배주주지분포괄이익	46	71	306	340	380
EBITDA	748	916	1,075	1,138	1,208

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	513	666	721	536	648
당기순이익	116	297	471	522	585
유형자산감가상각비	148	141	132	128	128
무형자산상각비	110	113	113	109	102
자산부채변동	20	(84)	(235)	(452)	(421)
기타	119	199	240	229	254
투자활동현금흐름	910	(256)	(344)	(148)	2
유형자산투자	(174)	(134)	(137)	(194)	(194)
유형자산매각	50	41	41	41	41
투자자산순증	167	(53)	(1)	(0)	(0)
무형자산순증	(63)	(76)	(222)	20	172
기타	930	(34)	(25)	(15)	(17)
재무활동현금흐름	(1,454)	32	(223)	(241)	(363)
자본의증가	243	134	0	0	0
차입금의순증	(1,552)	516	(58)	(58)	(158)
배당금지급	(18)	(47)	0	0	0
기타	(127)	(571)	(165)	(183)	(205)
기타현금흐름	10	(37)	0	0	0
현금의증가	(21)	405	154	147	287

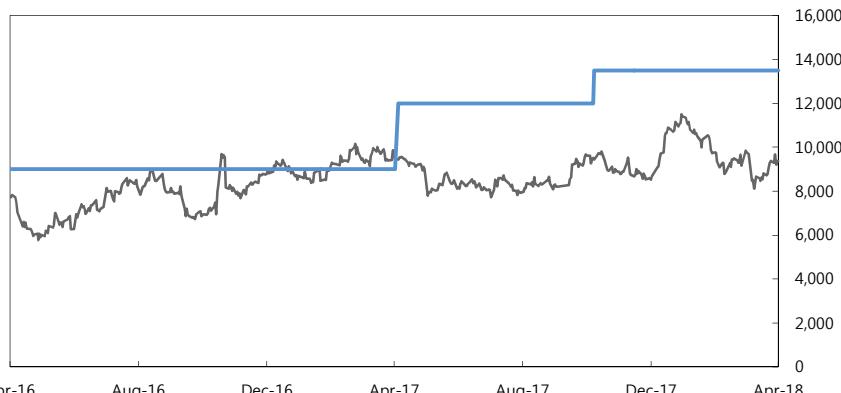
주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	214	627	1,471	1,632	1,825
BPS	9,932	7,662	9,127	10,759	12,584
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(3.9)	14.6	16.3	8.6	8.6
영업이익증가율	NM	34.6	25.5	8.6	8.6
순이익증가율	NM	135.2	106.0	11.0	11.9
EPS증가율	NM	193.0	134.5	10.9	11.9
EBITDA증가율	271.9	22.4	17.4	5.9	6.2
수익성(%)					
영업이익률	8.6	10.1	10.9	10.9	10.9
순이익률	1.1	2.3	4.0	4.1	4.2
EBITDA Margin	13.1	13.9	14.1	13.7	13.4
ROA	1.1	2.9	4.4	4.6	5.0
ROE	3.1	8.1	17.5	16.4	15.6
배당수익률	—	—	—	—	—
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	3,729	3,555	3,223	2,956	2,447
차입금/자본총계비율(%)	128.3	148.0	124.8	106.8	89.4
Valuation(X)					
PER	41.2	13.9	6.4	5.7	5.1
PBR	0.9	1.1	1.0	0.9	0.7
EV/EBITDA	9.3	7.6	6.4	6.0	5.4

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
두산인프라코어(042670)	2015.11.17	매수	9,000원	-27.0	7.7
	2016.11.17	1년경과		0.0	12.8
	2017.05.01	매수	12,000원	-28.8	-19.4
	2017.11.03	매수	13,500원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 27일 현재 두산인프라코어 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 두산인프라코어 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.