

2018/04/27

두산인프라코어(042670)

조선/기계 최광식

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

피크아웃? 아닐 수 있으니, 2Q18 실적시즌도 즐기자

Buy (Maintain)

■ 1Q18 확실한 영업레버리지를 보여준, 역대 2번째 실적

동사는 1Q18 매출 1조 9,569억원(YoY +25%), 영업이익 2,416억원(+63%)로 시장컨센서스 영업이익 1,900억원을 크게 상회하는 서프라이즈를 시현하며, 영업 레버리지 효과를 확실히 보였다. 세전이익은 1,978억원(YoY +49%), 지배주주순이익(YoY +102%)로 성장했다<표1>. 헤비BG는 영업이익 1,210억원으로 초호황기 1Q11의 1,690억원 이래 두번째로 많은 이익을 창출했고, 엔진BG도 발전엔진 판매 호조로 263억원 영업이익에 OPM도 20.1%를 시현했다.

■ 2018년 EPS 11% 상향 조정하지만, 목표주가는 14,000원 유지

빠어난 실적과 EPS 상향 조정으로 (별도) 타겟 PER 15배와 두산밥캣 지분가치로 동사 적정주가는 16,000원이나 달한다. 그러나 DICCC 소송 최대 리스크 0.7조원(주당 -2,600원)을 감안해 목표주가 14,000원을 유지한다. 이는 ROE 14%에 타겟 PBR 1.55배에 준한다

■ 피크아웃? 정말일까?

이미 중국 판매 호조로 좋은 실적을 예감했지만, 그 기대 이상이다. 그러나 수요일 Caterpillar의 93년 역사상 최대 실적에도 불구하고 "피크_아웃" 우려감 등으로 -6.2%나 하락해, 동사에게도 숙제를 던진 셈이다. 비록 당사는 보수적으로 2Q에 플랫한 영업이익 예상치를 제시하지만, 동사의 과거 실적에서 주로 1분기보다는 2분기가 더 좋았다.

1Q vs. 2Q 외에도, 올해 16만대 안팎 추세로 달리는 중국 시장에 대해 내년에 대한 고민도 있을 터이다. 시장은 업황과 실적을 선반영하기에, 2018년 중국 시장이 놀랍게도 17만대 규모이더라도, 2019년 다시 정상적 13만대(당사 15만대)로 빠진다면, 주가는 끝난다. 이것이 다수 투자자들의 고민이다.

그러나 1) 밥캣의 성장, 2) 외부판매가 본격화되는 엔진BG의 이익 기여, 3) APEM의 성장, 4) 2020년 Tier-4 엔진 강제에 따른 2019년 중국시장의 쏠림, 5) 중국 인프라투자에 따른 초호황 지속 등, 2019년에도 성장할 수도 있다. 실적 4개가 쏟아진 밤에 이들을 자세히 짚기에는 시간/자원의 제약이 있다.

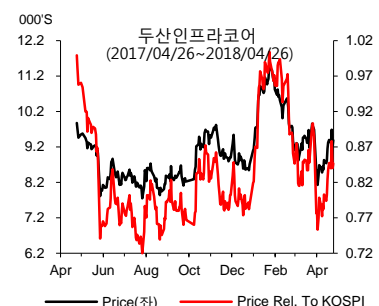
또 기대 이상을 보여줄 수 있는 2Q18 실적 시즌 전까지는 어닝 서프라이즈를 즐기시기를 추천하며, 위의 5가지 이슈를 고민해 자료로 곧 만나 뵙겠다.

목표주가(12M)	14,000원
종가(2018/04/26)	9,370원

Stock Indicator

자본금	1,040십억원
발행주식수	20,815만주
시가총액	1,950십억원
외국인지분율	13.0%
배당금(2017)	-
EPS(2018E)	1,633원
BPS(2018E)	9,290원
ROE(2018E)	19.3%
52주 주가	7,730~11,500원
60일평균거래량	2,827,775주
60일평균거래대금	26.5십억원

Price Trend



<표 1> 두산인프라코어 1Q 어닝 서프라이즈 시현: 헤비BG는 사상 두번째 영업이익 기록

(십억원)

항목	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18①	y-y %	q-q %	컨센서스 04월25일	당사②	차이(①/②)
매출액	1,561.6	1,773.4	1,584.5	1,648.4	1,956.9	25%	19%	1,791.6	1,884.8	3.8%
영업이익	148.4	214.7	143.9	153.8	241.6	63%	57%	190.1	218.7	10.5%
영업외	-15.2	-64.0	-16.0	-76.0	-43.8			-44.0	-57.4	-23.6%
세전이익	133.2	150.7	128.0	77.8	197.8	49%	154%	146.1	161.3	22.6%
순이익	74.3	83.6	77.2	61.5	141.5	90%	130%	94.6	109.7	29.0%
지배주주 순이익	51.8	60.3	51.6	-15.2	104.7	102%	흑전	75.9	91.7	14.1%
영업이익률	9.5%	12.1%	9.1%	9.3%	12.3%	2.8%p	3.0%p	10.6%	11.6%	0.7%p
지배주주순이익률	3.3%	3.4%	3.3%	-0.9%	5.3%	2.0%p	6.3%p	4.2%	4.9%	0.5%p
헤비										
매출액	531	561	434	478	960.2	80.7%	100.7%		954.7	0.6%
영업이익	46.9	52.6	23.2	42.1	121.0	158.1%	187.3%	상회:	105.9	14.3%
영업이익률	8.8%	9.4%	5.3%	8.8%	12.6%	3.8%p	3.8%p		11.1%	1.5%p
밥캣(컴팩+PP)										
매출액	773	886	824	887	866	12.0%	-2.4%		792	
영업이익	93	136	101	90	94	1.0%	4.7%	하회:	100	-5.7%
영업이익률	12.1%	15.3%	12.2%	10.2%	10.9%	-1.2%p	0.7%p		12.6%	
엔진										
매출액	103	138	139	122	131	27.1%	7.2%		138	-5.3%
영업이익	8.2	26.0	20.0	21.6	26.3	218.9%	21.8%	크게 상회:	12.9	104.2%
영업이익률	8.0%	18.8%	14.4%	17.7%	20.1%	12.1%p	2.4%p		9.3%	10.8%p

자료: 하이투자증권 리서치

<표 2> 두산인프라코어 2018년 가이던스 vs. 당사: 별도, 특히 건기-헤비의 성장 지속을 예상

(십억원)

계정	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2017	2018 가이던스	2018	2019
매출액	1,562	1,773	1,585	1,648	1,957	1,991	1,674	1,890	6,568	7,341	7,513	7,795
영업이익	148	215	144	154	242	222	160	188	661	713	812	835
금융/기타영업외	-15	-64	-13	-75	-44	-56	-55	-54	-168		-210	-202
세전사업이익	133	151	128	78	198	166	105	134	490		603	633
순이익	74	84	77	62	141	119	76	97	297		433	456
지배주주지분 순이익	52	60	52	-15.2	105	99	59	77	149		340	369
영업이익률	9.5%	12.1%	9.1%	9.3%	12.3%	11.2%	9.6%	10.0%	10.1%	9.7%	10.8%	10.7%
지배주주순이익률	3.3%	3.4%	3.3%	-0.9%	5.3%	5.0%	3.5%	4.1%	2.3%		4.5%	4.7%
헤비												
중국 판매 대수	3,198	2,897	1,786	2,970	5,016	4,110	2,116	2,749	10,851		13,991	13,595
y-y	121%	155%	114%	141%	57%	42%	18%	-7%	133%		29%	-3%
매출액(기존)	531	561	434	478	960	914	675	693	2,004		3,243	3,407
									북미/유럽 헤비 판매사업 양수↑			
헤비+선진시장	688	759	623	655	960	914	675	693	2,726	2,800	3,243	3,407
y-y									34%	3% 성장	19%	5%
영업이익	47	53	23	42	121	92	39	43	165		294	281
영업이익률	8.8%	9.4%	5.3%	8.8%	12.6%	10.0%	5.7%	6.2%	8.2%		9.1%	8.3%
									레버리지↑			
밥캣												
매출액(건기)	773	886	824	887	866	910	860	945	3,371		3,580	3,662
영업이익(전체)	93	136	101	90	94	104	100	106	420		404	446
영업이익률	12.1%	15.3%	12.2%	10.2%	10.9%	11.5%	11.6%	11.2%	12.5%		11.3%	12.2%
엔진												
매출액	103	138	139	122	131	168	139	252	502	500	690	726
영업이익	8	26	20	22	26	26	22	40	76	FLAT?	114	108
영업이익률	8.0%	18.8%	14.4%	17.7%	20.1%	15.6%	15.7%	15.8%	15.1%		16.6%	14.8%

자료: 하이투자증권 리서치

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

VALUATION: TP 14,000원 유지, DICC 악재 없었다면 16,000원

<표 3> 두산인프라코어 목표주가 14,000 원 유지: ROE 14%에서 타겟 PBR 1.55 배

(원, 배수)

BW 모두 전환을 가정한 Valuation(연결)						BW 모두 전환 가정	
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	1,633	1,773	1,849
↓		공기BG 매각 이익 ↑			EPS 할인율 23% ↓		
EPS(BW 모두 전환 가정)	202	-3,948	305	714	1,260	1,368	1,427
BPS	13,493	9,744	9,932	7,662	9,290	11,063	12,912
↓					9,022	10,390	11,816
BPS(BW 모두 전환 가정)					↑ BW모두 전환		
PBR(고)	1.07	1.39	1.02	1.09	1.44		
PBR	0.94	0.93	0.69	1.18	1.24		
PBR(저)	0.81	0.48	0.33	0.70	1.07		
ROE	1.5%	-40.5%	3.1%	9.3%	17.6%	16.0%	14.3%
					EPS 할인율 23% ↓		
ROE(BW 모두 전환)			3.1%	9.3%	14.0%	13.2%	12.1%
COE(고)	1.4%	2.2%	6.1%	8.6%	9.7%		
COE(평)	1.6%	3.3%	9.0%	7.9%	11.3%		
적용ROE = +0Y				9.3%	14.0%	13.2%	12.1%
적용COE = TRL 참조					8.0%	8.0%	8.0%
Target PBR					1.7	1.6	1.5
사용 BPS: BW 모두 전환 가정				7,662	9,022	10,390	11,816
		주당 적정가치			15,300	16,600	17,700
		목표주가			14,000	1.55	
		종가(04.26)			9,370		
		상승여력			49.4%		

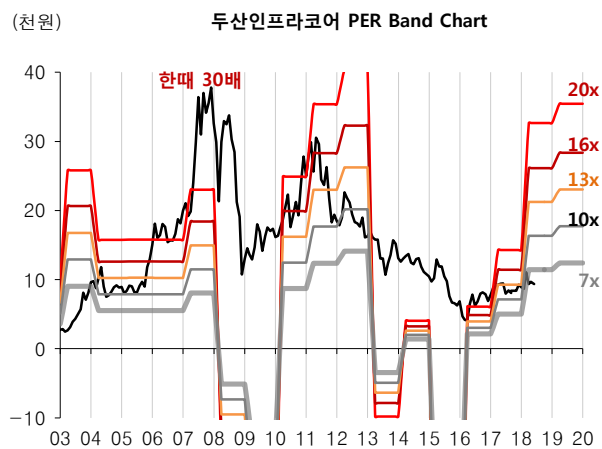
자료: 하이투자증권 리서치

<표 3> 별도에 건설기계 메이커 공통 타겟 PER 15 배 + 밥캣 지분 가치(30% 할인) + DICC 약재 반영
실적의 힘만으로는 16,000 원이 적정 주가인데..

SOTP VALUATION = BW 모두 행사 + 0.7조원 현금 아웃의 최악의 가정							
계정	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
매출액(별도, 십억원)	3,827	4,197	2,387	2,205	2,550	3,933	4,133
영업이익	-20	94	-264	46	177	408	389
순이익(별도)	-120	47	-719	-56	60	215	224
				↑ 공기BG 매각 이익			
자본총계(별도)_영구채 제외	2,067	2,057	1,379	1,326	1,383	1,587	1,800
		공작기계 매각 ↑					
PER					15	15	15
① 별도의 영업가치(십억원)					910	3,230	3,360
주당가치(원) BW 행사						12,000	12,500
두산밥캣 목표 시가총액				3,800	3,380	3,138	3,200
						↑ 현재 밥캣 시총	
지분율				59.4%	59.4%	59.4%	59.4%
두산밥캣 보유지분가치				2,257	2,008	1,864	1,901
할인율				30%	30%	30%	30%
② 두산밥캣 보유지분 가치를 또 할인(십억원)				1,580	1,410	1,300	1,330
주당가치(원)						4,800	4,900
③ 잠재리스크: DICC 3심 패소						-708	-400
주당가치(원)						-2,600	-1,500
주식수(백만주)	207	207	207	207	208		
주식수(백만주) BW 행사						270	270
두산인프라코어 적정 가치(십억원) = ① + ② + ③					2,320	3,822	4,290
주당 적정가치					11,200	14,200	21,000
적정주가						14,000	21,000
증가(04.26)						9,370	9,370
상승여력						49%	124%

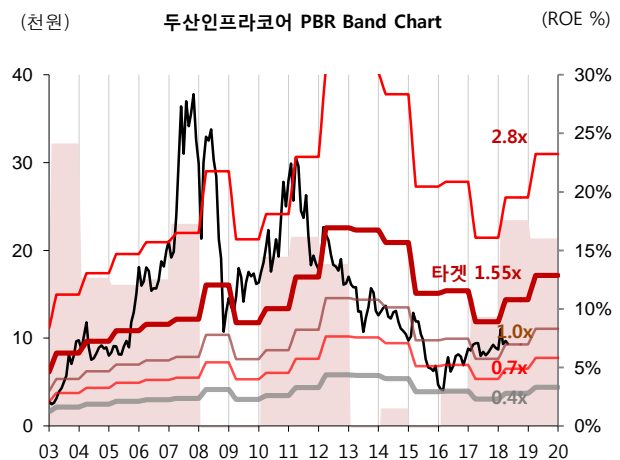
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 1> 두산인프라코어 PER 밴드



자료: 하이투자증권

<그림 2> 두산인프라코어 PBR 밴드



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,767	4,210	4,482	4,832
현금 및 현금성자산	943	1,029	1,181	1,467
단기금융자산	197	199	201	203
매출채권	1,213	1,418	1,480	1,512
재고자산	1,255	1,391	1,443	1,470
비유동자산	6,509	6,526	6,547	6,567
유형자산	1,787	1,842	1,890	1,931
무형자산	4,169	4,065	3,969	3,879
자산총계	10,276	10,736	11,029	11,399
유동부채	3,696	4,003	3,950	4,157
매입채무	858	1,077	1,376	1,502
단기차입금	1,409	1,198	1,018	865
유동성장기부채	571	786	571	771
비유동부채	3,407	3,128	3,017	2,708
사채	1,155	940	940	740
장기차입금	1,514	1,362	1,226	1,104
부채총계	7,103	7,130	6,967	6,865
지배주주지분	1,594	1,934	2,303	2,688
자본금	1,040	1,040	1,040	1,040
자본잉여금	212	212	212	212
이익잉여금	785	1,125	1,494	1,879
기타자본항목	-443	-443	-443	-443
비지배주주지분	1,579	1,673	1,759	1,847
자본총계	3,173	3,606	4,062	4,535

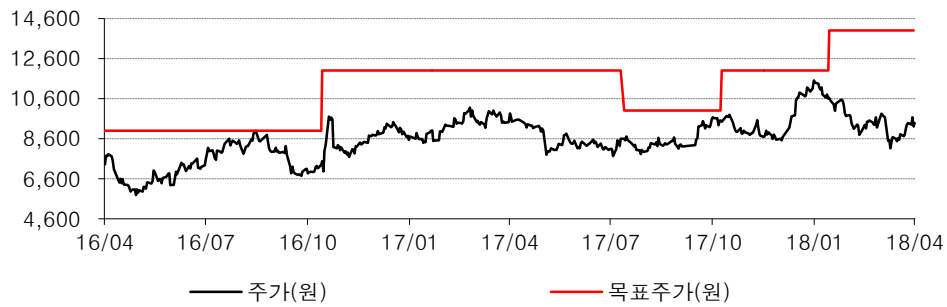
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	6,568	7,513	7,795	7,939
증가율(%)	14.6	14.4	3.7	1.9
매출원가	5,025	5,792	5,995	6,103
매출총이익	1,543	1,721	1,799	1,837
판매비와관리비	882	909	964	999
연구개발비	143	164	170	173
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	661	812	835	838
증가율(%)	34.6	22.9	2.8	0.4
영업이익률(%)	10.1	10.8	10.7	10.6
이자수익	11	13	15	17
이자비용	199	199	179	161
지분법이익(손실)	-3	-	-	-
기타영업외손익	-9	-26	-40	-40
세전계속사업이익	490	603	633	656
법인세비용	193	170	177	184
세전계속이익률(%)	7.5	8.0	8.1	8.3
당기순이익	297	433	456	473
순이익률(%)	4.5	5.8	5.8	6.0
지배주주귀속 순이익	149	340	369	385
기타포괄이익	-139	-9	-9	-9
총포괄이익	157	424	446	463
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	666	1,023	1,190	1,062
당기순이익	297	433	456	473
유형자산감가상각비	141	145	152	159
무형자산상각비	113	104	96	89
지분법관련손실(이익)	-3	-	-	-
투자활동 현금흐름	-256	-302	-302	-302
유형자산의 처분(취득)	-93	-200	-200	-200
무형자산의 처분(취득)	-76	-	-	-
금융상품의 증감	-14	-67	-66	-66
재무활동 현금흐름	32	-800	-968	-712
단기금융부채의증감	-	4	-395	47
장기금융부채의증감	516	-366	-136	-323
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-2	-2	-2	-2
현금및현금성자산의증감	405	86	152	286
기초현금및현금성자산	539	943	1,029	1,181
기말현금및현금성자산	943	1,029	1,181	1,467

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	716	1,633	1,773	1,849
BPS	7,662	9,290	11,063	12,912
CFPS	1,944	2,830	2,967	3,040
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	12.1	5.7	5.3	5.1
PBR	1.1	1.0	0.8	0.7
PCR	4.5	3.3	3.2	3.1
EV/EBITDA	5.8	4.7	4.0	3.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	8.1	19.3	17.4	15.4
EBITDA 이익률	13.9	14.1	13.9	13.7
부채비율	223.8	197.7	171.5	151.4
순부채비율	110.6	84.8	58.4	39.9
매출채권회전율(x)	5.8	5.7	5.4	5.3
재고자산회전율(x)	5.4	5.7	5.5	5.5

자료 : 두산인프라코어, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(두산인프라코어)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
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 2018-03-31 기준

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