



하나금융그룹

2018년 5월 11일 | Equity Research

디와이파워 (210540)

과도한 저평가. 밸류에이션 할인 요인 없다

투자의견 BUY, 목표주가 33,000원 제시

디와이파워에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 33,000원을 제시한다. 목표주가 33,000원은 2018년 EPS 2,659원에 Target P/E 12.4배를 적용한 수치이다. 2018년 실적은 매출액 3,687억원(YoY, +13.6%), 영업이익 350억원(YoY, +4.1%)을 전망한다. 2018년 디와이파워 P/E는 8.4배로 동종업체 대비 과도한 저평가 국면이라는 판단이며, 동종업체 대비 밸류레이션 할인이 필요하지 않는 이유는 다음과 같다.

설계능력 보유. 제조사와 공동체적 성격. 다각화된 고객사. 과도한 할인이유 전혀 없다.

디와이파워는 유압실린더 설계 능력을 보유하고 있다. 유압실린더는 '비 표준화 제품'으로, 고객사의 각 모델별로 사용되는 제품의 성질이 다르다. 설계능력 보유는 고객사의 다양한 수요에 즉각적으로 대응할 수 있는 능력을 보유하고 있음을 의미한다.

디와이파워는 일본업체 Kayaba와 중국업체 Hengli와 유압실린더 시장에서 경쟁하고 있다. 유압실린더 시장은 기술진입장벽이 높고 각 사 별로 고정된 고객사(건설기계 제조업체)를 확보하여 사업을 영위하는 구조이다. 이는 고객사와 단순한 '제조사-부품사' 관계가 아닌 공동체적 성격을 지니고 있음을 의미하며, 제한된 경쟁 속에서 안정적 매출 증대가 가능하다. 유압실린더는 건설기계 모델 설계 단계부터 참여하는 핵심부품으로서 모델이 단종(모델별 평균 수명 : 약 20년)될 때까지 지속적으로 납품하는 특성을 지니고 있다.

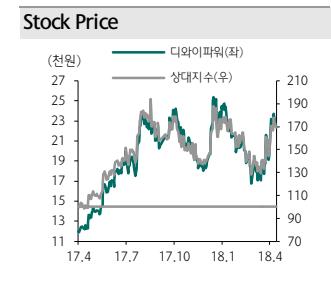
디와이파워의 고객사로는 두산인프라코어, 현대건설기계, Hitachi, Kobelco, Caterpillar, 중국 로킬업체 등 다양한 글로벌 건설기계 제조업체들이 있다. 이는 디와이파워의 기술경쟁력에 대한 반증이며 굴착기 시장 성장에 따른 수혜를 온전히 누릴 수 있다는 판단이다.

Update

BUY

| TP(12M): 33,000원 | CP(5월 9일): 22,400원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,443.98		
52주 최고/최저(원)	25,400/12,200		
시가총액(십억원)	247.3		
시가총액비중(%)	0.02		
발행주식수(천주)	11,041.7		
60일 평균 거래량(천주)	232.6		
60일 평균 거래대금(십억원)	4.8		
18년 배당금(예상,원)	180		
18년 배당수익률(예상,%)	0.80		
외국인지분율(%)	4.35		
주요주주 지분율(%)			
디와이주식회사 외 3 인	37.72		
한국투자밸류자산운용	5.85		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	26.9 3.9 83.6		
상대	26.9 8.5 72.2		



Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	229.1	324.5	368.7	407.9	461.0
영업이익	십억원	14.0	33.6	35.0	43.0	53.1
세전이익	십억원	11.9	34.0	35.4	43.9	55.1
순이익	십억원	9.6	30.5	29.4	36.5	44.1
EPS	원	870	2,765	2,659	3,301	3,995
증감률	%	472.4	217.8	(3.8)	24.1	21.0
PER	배	10.67	6.87	8.42	6.79	5.61
PBR	배	1.02	1.64	1.59	1.30	1.07
EV/EBITDA	배	6.88	6.03	6.39	4.91	3.66
ROE	%	9.95	26.71	20.70	21.10	20.90
BPS	원	9,108	11,612	14,091	17,213	21,027
DPS	원	120	180	180	180	180



Analyst 강준구
02-3771-7736
jungkang@hanafn.com

1. 실적 추정

1. 2018년 매출액 3,687억원, 영업이익 350억원 전망

2018년 매출액 및 영업이익 전년대비 각각 13.6%, 4.1% 성장 전망

2018년 실적은 매출액 3,687억원(YoY, +13.6%), 영업이익 350억원(YoY, +4.1%)을 전망한다. 실적 성장의 이유는 실물경제 회복에 따른 굴삭기 시장 성장에 기인한다. 글로벌 1위 건설기계 업체 Caterpillar는 2018년 중국 굴삭기 시장을 전년대비 30% 성장한 약 17만대 수준으로 전망하는 등 중국시장을 비롯한 글로벌 건설기계 시장 호황에 따른 수혜를 기대한다.

2018년 1분기 실적은 매출액 983억원(YoY, +29.9%), 영업이익 93억원(YoY, +18.1%)을 전망한다. 2018년 1분기 중국 내수 굴삭기 판매량은 약 56,000대(YoY, +45%)수준으로 전년에 이어 성장세를 이어가고 있다. 1분기 국내 굴삭기 생산대수는 12,223대로 전년대비 21% 성장한 판매량을 기록하였다. 주요 고객사인 두산인프라코어는 1분기 중국 굴삭기 시장에서 5,016대(YoY, +56.8%)의 판매량을 기록하는 등 전방시장 및 고객사 분위기가 긍정적이다. 다만 주요 원재료 가격 인상에 따른 수익성이 소폭 훼손되는 모습을 나타낼 것으로 예상된다. 원재료 가격 인상에 따른 판가 상승은 고객사별로 판가협상 기간이 상이해 2018년 연간 개별 고객사별로 진행 될 것으로 판단된다.

표 1. 디와이파워 실적 추이 및 전망

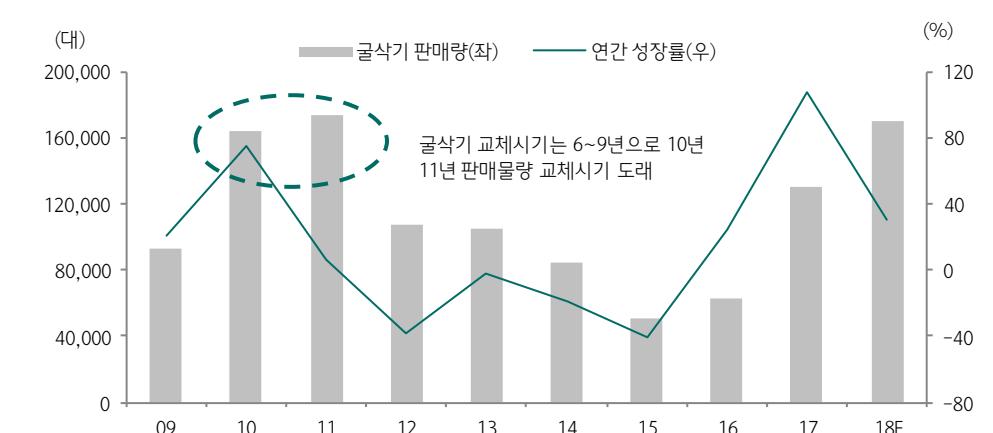
(단위 : 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	17	18F	19F
매출액	75.7	87.2	79.8	81.8	98.3	111.0	87.2	72.2	324.5	368.7	407.9
매출원가	61.1	72.1	65.9	68.1	82.1	92.7	72.7	60.1	267.1	307.7	339.0
매출원가율	80.7%	82.7%	82.6%	83.2%	83.5%	83.5%	83.4%	83.3%	82.3%	83.4%	83.1%
판관비	6.7	4.8	5.9	6.4	6.8	7.3	6.5	5.5	23.8	26.1	25.9
판관비율	8.8%	5.5%	7.4%	7.8%	6.9%	6.6%	7.5%	7.6%	7.3%	7.1%	6.3%
영업이익	7.9	10.3	8.0	7.4	9.4	11.0	8.0	6.6	33.6	35.0	43.0
영업이익률	10.4%	11.9%	10.0%	9.0%	9.6%	9.9%	9.1%	9.1%	10.4%	9.5%	10.6%

자료: 하나금융투자

그림 1. 중국 굴삭기 판매량 추이(연간기준)

2017년 전년대비 약 100% 성장,
2018년 약 15~17만대 시장 예상.



자료: 중국공정기계협회, 하나금융투자

2. 밸류에이션

목표주가 33,000원 = 18년 EPS 2,659 x Target P/E 12.4배

목표주가 33,000원 =
18년 EPS 2,659 x Target P/E 12.4배

디와이파워에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 33,000원을 제시한다. 목표주가 33,000원은 2018년 EPS 2,659원에 Target P/E 12.4배를 적용한 수치이다. 2018년 디와이파워 P/E는 8.4배로 동종업체 대비 과도한 저평가 국면이라는 판단이며, 동종업체 대비 밸류레이션 할인이 필요하지 않는 이유는 다음과 같다.

핵심 설계 기술 보유.
고객사 수요에 즉각 대응 가능

디와이파워는 유압실린더 설계 능력을 보유하고 있다. 유압실린더는 '비 표준화 제품'으로, 고객사의 각 모델별로 사용되는 제품의 성질이 다르다. 설계능력 보유는 고객사의 다양한 수요에 즉각적으로 대응할 수 있는 능력을 보유하고 있음을 의미한다.

고객사와 공동체적 성격
- 제한된 경쟁 속에서 안정적 매출
증대 가능

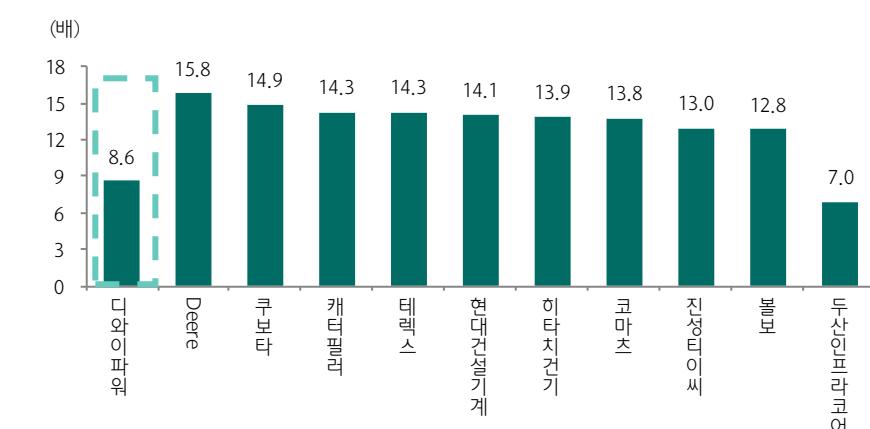
디와이파워는 일본업체 Kayaba와 중국업체 Hengli와 유압실린더 시장에서 경쟁하고 있다. 유압실린더 시장은 기술진입장벽이 높고 각 사 별로 고정된 고객사(건설기계 제조업체)를 확보하여 사업을 영위하는 구조이다. 이는 고객사와 단순한 '제조사-부품사' 관계가 아닌 공동체적 성격을 지니고 있음을 의미하며, 제한된 경쟁 속에서 안정적 매출 증대가 가능하다. 유압실린더는 건설기계 모델 설계 단계부터 참여하는 핵심부품으로서 모델이 단종(모델별 평균 수명 : 약 20년)될 때까지 지속적으로 납품하는 특성을 지니고 있다.

다각화된 고객사 확보
- 시장 성장에 따른 수혜 가능

디와이파워의 고객사로는 두산인프라코어, 현대건설기계, Hitachi, Kobelco, Caterpillar, 중국 로컬업체 등 다양한 글로벌 건설기계 제조업체들이 있다. 이는 디와이파워의 기술 경쟁력에 대한 반증이며 굴착기 시장 성장에 따른 수혜를 온전히 누릴 수 있다는 판단이다.

디와이파워의 과도한
저평가 국면으로 판단

그림 2. 글로벌 건설기계 업체들 2018년 P/E 현황



주: 현대건설기계, 진성티이씨는 당사 추정치 / 타 기업들은 컨센서스 적용
자료: Bloomberg, Quantitative, 하나금융투자

추정 재무제표

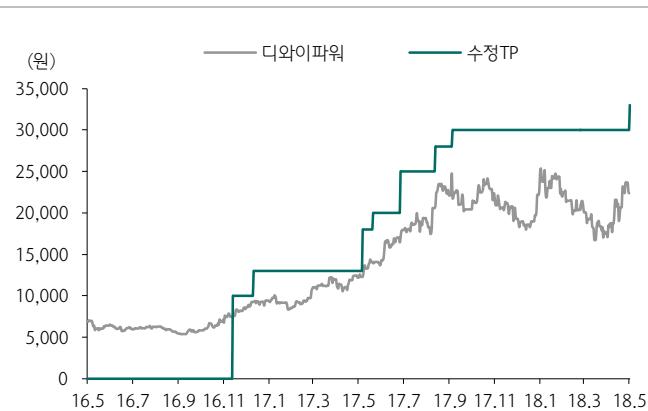
손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	229.1	324.5	368.7	407.9	461.0	
매출원가	188.6	267.1	307.7	339.0	379.7	
매출총이익	40.5	57.4	61.0	68.9	81.3	
판관비	26.6	23.8	26.1	25.9	28.2	
영업이익	14.0	33.6	35.0	43.0	53.1	
금융손익	(3.8)	2.5	2.4	3.7	4.1	
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	1.7	(2.1)	(2.0)	(2.8)	(2.0)	
세전이익	11.9	34.0	35.4	43.9	55.1	
법인세	2.3	3.4	6.0	7.5	11.0	
계속사업이익	9.6	30.5	29.4	36.5	44.1	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	9.6	30.5	29.4	36.5	44.1	
비지배주주지분						
순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
지배주주순이익	9.6	30.5	29.4	36.5	44.1	
지배주주지분포괄이익	9.0	29.0	29.4	36.5	44.1	
NOPAT	11.3	30.2	29.0	35.7	42.4	
EBITDA	21.1	41.5	44.0	52.3	62.7	
성장성(%)						
매출액증가율	(7.8)	41.6	13.6	10.6	13.0	
NOPAT증가율	169.0	167.3	(4.0)	23.1	18.8	
EBITDA증가율	22.7	96.7	6.0	18.9	19.9	
영업이익증가율	38.6	140.0	4.2	22.9	23.5	
(지배주주)순익증가율	464.7	217.7	(3.6)	24.1	20.8	
EPS증가율	472.4	217.8	(3.8)	24.1	21.0	
수익성(%)						
매출총이익률	17.7	17.7	16.5	16.9	17.6	
EBITDA이익률	9.2	12.8	11.9	12.8	13.6	
영업이익률	6.1	10.4	9.5	10.5	11.5	
계속사업이익률	4.2	9.4	8.0	8.9	9.6	
투자지표						
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)						
EPS	870	2,765	2,659	3,301	3,995	
BPS	9,108	11,612	14,091	17,213	21,027	
CFPS	2,902	4,062	4,343	5,189	6,126	
EBITDAPS	1,908	3,757	3,981	4,736	5,682	
SPS	20,753	29,388	33,394	36,944	41,747	
DPS	120	180	180	180	180	
주가지표(배)						
PER	10.7	6.9	8.4	6.8	5.6	
PBR	1.0	1.6	1.6	1.3	1.1	
PCFR	3.2	4.7	5.2	4.3	3.7	
EV/EBITDA	6.9	6.0	6.4	4.9	3.7	
PSR	0.4	0.6	0.7	0.6	0.5	
재무비율(%)						
ROE	9.9	26.7	20.7	21.1	20.9	
ROA	4.3	12.6	10.9	12.0	13.1	
ROIC	7.0	18.2	15.6	17.6	19.7	
부채비율	127.0	99.1	83.4	68.4	52.3	
순부채비율	42.3	31.6	21.5	5.0	(7.6)	
이자보상배율(배)	6.6	15.2	18.5	25.0	38.6	

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산		123.3	142.7	160.9	192.4	221.2
금융자산		41.1	26.3	28.6	46.1	55.8
현금성자산		37.9	24.5	26.6	43.9	53.3
매출채권 등		54.6	72.6	82.5	91.3	103.1
재고자산		26.9	37.4	42.5	47.1	53.2
기타유동자산		0.7	6.4	7.3	7.9	9.1
비유동자산		104.8	112.4	124.3	127.5	132.4
투자자산		0.1	3.5	4.0	4.4	5.0
금융자산		0.1	3.5	4.0	4.4	5.0
유형자산		100.1	99.4	111.0	113.9	118.3
무형자산		1.7	3.5	3.4	3.2	3.1
기타비유동자산		2.9	6.0	5.9	6.0	6.0
자산총계		228.2	255.1	285.2	319.9	353.5
유동부채		88.4	97.2	98.6	102.9	101.1
금융부채		55.1	45.9	41.1	39.8	30.4
매입채무 등		28.6	46.1	52.4	58.0	65.5
기타유동부채		4.7	5.2	5.1	5.1	5.2
비유동부채		39.2	29.8	31.0	27.0	20.3
금융부채		28.5	20.9	20.9	15.8	7.7
기타비유동부채		10.7	8.9	10.1	11.2	12.6
부채총계		127.7	127.0	129.6	129.9	121.4
지배주주지분		100.5	128.1	155.5	190.0	232.1
자본금		5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
자본잉여금		82.7	82.7	82.7	82.7	82.7
자본조정		(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타포괄이익누계액		0.4	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
이익잉여금		11.9	40.4	67.8	102.2	144.4
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계		100.5	128.1	155.5	190.0	232.1
순금융부채		42.5	40.5	33.4	9.5	(17.7)
현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름		32.4	10.8	32.0	41.1	45.8
당기순이익		9.6	30.5	29.4	36.5	44.1
조정		21.1	8.0	10.9	12.0	11.7
감가상각비		7.1	7.9	9.0	9.3	9.7
외환거래손익		0.3	0.5	2.0	2.8	2.0
지분법손익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타		13.7	(0.4)	(0.1)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동		1.7	(27.7)	(8.3)	(7.4)	(10.0)
투자활동 현금흐름		(11.9)	(11.1)	(23.1)	(15.4)	(16.9)
투자자산감소(증가)		(0.0)	(3.4)	(0.5)	(0.4)	(0.6)
유형자산감소(증가)		(11.3)	(11.4)	(20.4)	(12.0)	(14.0)
기타		(0.6)	3.7	(2.2)	(3.0)	(2.3)
재무활동 현금흐름		(22.5)	(12.4)	(6.8)	(8.4)	(19.5)
금융부채증가(감소)		(24.9)	(16.8)	(4.8)	(6.4)	(17.5)
자본증가(감소)		(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		3.5	5.7	0.0	0.0	0.0
배당지급		(1.1)	(1.3)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
현금의 증감		(2.1)	(13.4)	2.1	17.3	9.4
Unlevered CFO		32.0	44.9	48.0	57.3	67.6
Free Cash Flow		20.9	(0.9)	11.6	29.1	31.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

디와이파워



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
18.5.11	BUY	33,000		
18.5.9	Analyst Change			
17.9.14	BUY	30,000	-30.04%	-15.33%
17.8.22	BUY	28,000	-18.01%	-11.43%
17.7.6	BUY	25,000	-25.37%	-17.60%
17.5.30	BUY	20,000	-22.15%	-14.75%
17.5.16	BUY	18,000	-24.04%	-20.00%
16.12.20	BUY	13,000	-21.14%	-3.08%
16.11.22	BUY	10,000	-16.29%	-7.40%
16.5.2	Analyst Change			-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기입의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.3%	7.1%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 5월 10일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(강준구)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 05월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(강준구)는 2018년 05월 11일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.