



2018년 6월 14일 | Equity Research

# 디와이파워 (210540)

## 하반기 실적 공백 없다. 완제품 업체와의 실적 차별화!

**투자 의견 BUY, 목표주가 33,000원 유지**

디와이파워에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 33,000원을 유지한다. 투자 의견 및 목표주가 유지 이유는 ① 독점적 시장 지위로 원가 상승에 따른 판가전가가 용이할 것으로 판단되며, ② 2018년 중국 굴삭기 시장은 약 17만대(YoY, +29%) 시장으로 전년에 이어 호황이 지속될 것으로 예상되는 점, ③ 고객사 다각화에 따른 실적 안정성이 확대되고 있는 점 등에 기인한다.

**2018년 하반기. 부품업체 실적 공백 없다!**

중국 건설기계 시장 분위기는 국내 건설기계 기업 실적의 Key-Factor이다. 중국 굴삭기 시장의 특징은 ① '상고하저' 패턴의 판매추이를 나타내는 점, ② 완제품 업체들은 제한된 생산능력에서 시장 수요를 충족하기 위해 하반기에 완제품을 생산해 재고자산으로 축적하는 점이다.

이러한 시장 특성으로 건설기계 완제품 업체와 부품업체의 하반기 실적 방향성이 달라진다. 완제품 업체는 다음해 판매를 위한 제품을 생산해 재고자산으로 처리하기 때문에 매출액이 축소된다. 하지만 부품업체 실적은 고객사 가동률에 영향을 받기 때문에 하반기에도 실적 공백 우려는 없다는 판단이다.

2018·19년 중국 굴삭기 판매량은 각각 17만대, 15만대 수준의 호황을 전망하며, 이에 따른 부품업체들의 상하반기 구분 없는 매출시현이 가능할 것으로 전망한다.

**고객사와의 판가협상으로 수익성 회복 중**

2018년 실적은 매출액 3,920억원(YoY, +20.8%), 영업이익 399억원(YoY, +18.7%)을 전망한다. 2017년 4분기 주요 원재료 가격 인상으로 수익성이 훼손되는 모습을 나타냈으나, 2018년 1분기부터는 수익성이 회복되는 모습을 나타냈다(4Q17 OPM 9.0% → 1Q18 OPM 10.3%). 수익성이 회복된 이유는 ① 일부 고객사와의 긍정적인 판가협상으로 판가가 상승한 점, ② 중국 생산법인 외형확대에 따른 물류비 축소와 영업레버리지 효과에 기인한다. 원재료 가격 인상에 따른 판가 상승은 고객사별로 판가협상 기간이 상이해 2018년 연간 개별 고객사별로 진행 될 것으로 판단된다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 33,000원 | CP(6월 12일): 22,500원

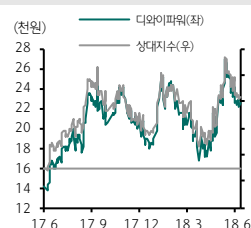
### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,468.83
52주 최고/최저(원)	27,000/14,550
시가총액(십억원)	248.4
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	11,041.7
60일 평균 거래량(천주)	304.2
60일 평균 거래대금(십억원)	6.7
18년 배당금(예상, 원)	180
18년 배당수익률(예상, %)	0.80
외국인지분율(%)	5.70
주요주주 지분율(%)	
디와이주식회사 외 3인	37.72
한국투자밸류자산운용	5.85
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(8.0) 23.0 54.6
상대	(7.6) 22.6 47.7

### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	366.4	407.9
영업이익(십억원)	35.5	43.0
순이익(십억원)	29.8	36.5
EPS(원)	2,699	3,306
BPS(원)	14,136	17,262

### Stock Price



### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	229.1	324.5	392.0	352.7	398.5
영업이익	십억원	14.0	33.6	39.9	33.7	42.0
세전이익	십억원	11.9	34.0	39.4	34.5	44.0
순이익	십억원	9.6	30.5	31.9	28.6	35.2
EPS	원	870	2,765	2,894	2,593	3,191
증감률	%	472.4	217.8	4.7	(10.4)	23.1
PER	배	10.67	6.87	7.78	8.68	7.05
PBR	배	1.02	1.64	1.57	1.34	1.14
EV/EBITDA	배	6.88	6.03	5.81	5.87	4.49
ROE	%	9.95	26.71	22.32	16.70	17.50
BPS	원	9,108	11,612	14,326	16,739	19,750
DPS	원	120	180	180	180	180



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

## 1. 실적 추정

### 2018년 매출액 3,920억원, 영업이익 399억원 전망

2018년 매출액 및 영업이익  
전년대비 각각 20.8%, 18.7%  
성장 전망

2018년 실적은 매출액 3,920억원(YoY, +20.8%), 영업이익 399억원(YoY, +18.7%)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 961억원(YoY, +26.8%), 영업이익 99억원(YoY, +25.6%)을 시현했다. 2017년 4분기 주요 원재료 가격 인상으로 수익성이 훼손되는 모습을 나타냈으나, 2018년 1분기부터는 수익성이 회복되는 모습을 나타냈다(4Q17 OPM 9.0% → 1Q18 OPM 10.3%). 수익성이 회복된 이유는 ① 중국 생산법인의 외형확대로 국내 법인에서 중국지역으로 운송되던 물류비가 감소된 점, ② 일부 고객사와의 긍정적인 판가협상에 기인한 것으로 추정된다. 원재료 가격 인상에 따른 판가 상승은 고객사별로 판가협상 기간이 상이해 2018년 연간 개별 고객사별로 진행될 것으로 판단된다.

표 1. 디와이파워 실적 추이 및 전망

(단위 : 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	17	18F
매출액	75.7	87.2	79.8	81.8	96.0	116.0	84.1	95.9	324.5	392.0
매출원가	61.1	72.1	65.9	68.1	80.2	96.9	70.1	79.9	267.1	327.1
매출원가율	80.7%	82.7%	82.6%	83.2%	83.5%	83.5%	83.4%	83.3%	82.3%	83.4%
판매비	6.7	4.8	5.9	6.4	5.9	7.2	5.8	6.1	23.8	25.0
판매비율	8.8%	5.5%	7.4%	7.8%	6.2%	6.2%	6.9%	6.4%	7.3%	6.4%
영업이익	7.9	10.3	8.0	7.4	9.9	11.9	8.2	9.9	33.6	39.9
영업이익률	10.4%	11.9%	10.0%	9.0%	10.3%	10.3%	9.7%	10.3%	10.4%	10.2%

자료: 하나금융투자

## 2. 투자포인트

### 2018년 하반기. 부품업체 실적 공백 없다!

- 중국 굴삭기 시장 판매패턴은 '상고하저'

- 하반기 완제품 업체/부품업체 실적 차별화 될 것

\* 완제품 : 제품생산 -> 재고

\* 부품업체 : 제품생산 -> 매출

중국 건설기계 시장 분위기는 국내 건설기계 기업 실적의 Key-Factor이다. 중국 굴삭기 시장의 특징은 ① '상고하저' 패턴의 판매추이를 나타내는 점, ② 완제품 업체들은 제한된 생산능력에서 시장 수요를 충족하기 위해 하반기에 완제품을 생산해 재고 자산으로 축적하는 점이다.

이러한 시장 특성으로 건설기계 완제품 업체와 부품업체의 실적 방향성이 달라진다. 완제품 업체는 다음해 판매를 위한 제품을 생산해 재고자산으로 처리하기 때문에 매출액이 축소된다. 하지만 부품업체 실적은 고객사 가동률에 영향을 받기 때문에 하반기에도 실적 공백 우려는 없다는 판단이다.

2018·19년 중국 굴삭기 판매량은 각각 17만대, 15만대 수준의 호황을 전망하며, 이에 따른 부품업체들의 상하반기 구분 없는 매출시현이 가능할 것으로 전망한다.

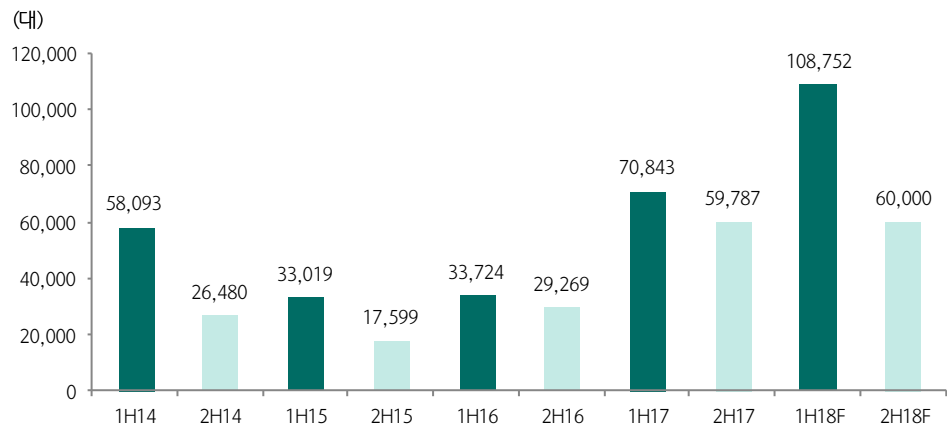
표 2. 중국 굴삭기 분기별 판매량 추이 및 추정

(단위 : 대)

구분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18f	4Q18f	16	17	18F
판매량	18,814	14,910	11,813	17,456	38,453	32,390	24,484	35,303	55,919	52,833	24,000	36,000	62,993	130,630	168,752
성장률(YoY)	14%	-10%	51%	79%	104%	117%	107%	102%	45%	63%	-2%	2%	24%	107%	29%

자료: 하나금융투자

그림 1. 중국 굴삭기 반기별 판매량 추이 및 추정



자료: 하나금융투자

중국 굴삭기 판매 패턴은 '상고하저'

## 추정 재무제표

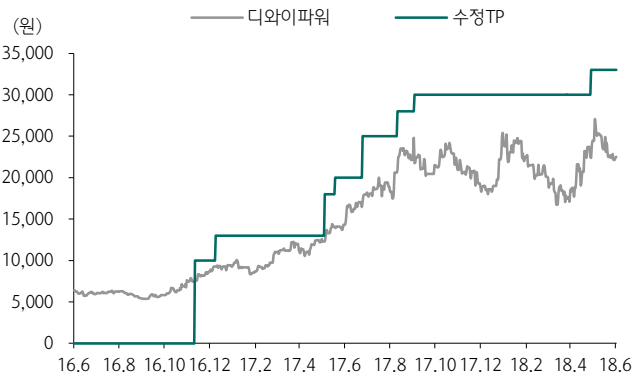
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>229.1</b>	<b>324.5</b>	<b>392.0</b>	<b>352.7</b>	<b>398.5</b>
매출원가	188.6	267.1	327.1	293.1	328.2
매출총이익	40.5	57.4	64.9	59.6	70.3
판매비	26.6	23.8	25.0	25.9	28.2
<b>영업이익</b>	<b>14.0</b>	<b>33.6</b>	<b>39.9</b>	<b>33.7</b>	<b>42.0</b>
금융손익	(3.8)	2.5	0.5	3.6	4.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.7	(2.1)	(1.0)	(2.8)	(2.0)
<b>세전이익</b>	<b>11.9</b>	<b>34.0</b>	<b>39.4</b>	<b>34.5</b>	<b>44.0</b>
법인세	2.3	3.4	7.4	5.9	8.8
계속사업이익	9.6	30.5	31.9	28.6	35.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>9.6</b>	<b>30.5</b>	<b>31.9</b>	<b>28.6</b>	<b>35.2</b>
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>9.6</b>	<b>30.5</b>	<b>31.9</b>	<b>28.6</b>	<b>35.2</b>
지배주주지분포괄이익	9.0	29.0	31.9	28.6	35.2
NOPAT	11.3	30.2	32.4	28.0	33.6
EBITDA	21.1	41.5	48.9	43.0	51.7
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(7.8)	41.6	20.8	(10.0)	13.0
NOPAT증가율	169.0	167.3	7.3	(13.6)	20.0
EBITDA증가율	22.7	96.7	17.8	(12.1)	20.2
영업이익증가율	38.6	140.0	18.8	(15.5)	24.6
(지배주주)순이익증가율	464.7	217.7	4.6	(10.3)	23.1
EPS증가율	472.4	217.8	4.7	(10.4)	23.1
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	17.7	17.7	16.6	16.9	17.6
EBITDA이익률	9.2	12.8	12.5	12.2	13.0
영업이익률	6.1	10.4	10.2	9.6	10.5
계속사업이익률	4.2	9.4	8.1	8.1	8.8
<b>투자지표</b>					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	870	2,765	2,894	2,593	3,191
BPS	9,108	11,612	14,326	16,739	19,750
CFPS	2,902	4,062	4,708	4,334	5,119
EBITDAPS	1,908	3,757	4,427	3,890	4,685
SPS	20,753	29,388	35,502	31,943	36,091
DPS	120	180	180	180	180
<b>주가지표(배)</b>					
PER	10.7	6.9	7.8	8.7	7.0
PBR	1.0	1.6	1.6	1.3	1.1
PCFR	3.2	4.7	4.8	5.2	4.4
EV/EBITDA	6.9	6.0	5.8	5.9	4.5
PSR	0.4	0.6	0.6	0.7	0.6
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	9.9	26.7	22.3	16.7	17.5
ROA	4.3	12.6	11.7	9.6	11.1
ROIC	7.0	18.2	17.1	14.1	16.6
부채비율	127.0	99.1	84.5	65.2	50.8
순부채비율	42.3	31.6	22.4	2.0	(7.4)
이자보상배율(배)	6.6	15.2	21.1	19.6	30.6

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>123.3</b>	<b>142.7</b>	<b>167.2</b>	<b>178.4</b>	<b>197.1</b>
금융자산	41.1	26.3	26.5	51.9	54.2
현금성자산	37.9	24.5	24.4	50.0	52.0
매출채권 등	54.6	72.6	87.7	78.9	89.2
재고자산	26.9	37.4	45.2	40.7	46.0
기타유동자산	0.7	6.4	7.8	6.9	7.7
<b>비유동자산</b>	<b>104.8</b>	<b>112.4</b>	<b>124.5</b>	<b>126.9</b>	<b>131.7</b>
투자자산	0.1	3.5	4.3	3.8	4.3
금융자산	0.1	3.5	4.3	3.8	4.3
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	5.8	6.0	6.0
<b>자산총계</b>	<b>228.2</b>	<b>255.1</b>	<b>291.7</b>	<b>305.3</b>	<b>328.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>88.4</b>	<b>97.2</b>	<b>101.9</b>	<b>95.0</b>	<b>92.2</b>
금융부채	55.1	45.9	41.1	39.8	30.4
매입채무 등	28.6	46.1	55.7	50.1	56.6
기타유동부채	4.7	5.2	5.1	5.1	5.2
<b>비유동부채</b>	<b>39.2</b>	<b>29.8</b>	<b>31.7</b>	<b>25.5</b>	<b>18.6</b>
금융부채	28.5	20.9	20.9	15.8	7.7
기타비유동부채	10.7	8.9	10.8	9.7	10.9
<b>부채총계</b>	<b>127.7</b>	<b>127.0</b>	<b>133.6</b>	<b>120.5</b>	<b>110.8</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>100.5</b>	<b>128.1</b>	<b>158.1</b>	<b>184.8</b>	<b>218.0</b>
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	70.4	97.0	130.3
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>100.5</b>	<b>128.1</b>	<b>158.1</b>	<b>184.8</b>	<b>218.0</b>
순금융부채	42.5	40.5	35.4	3.7	(16.1)
<b>현금흐름표</b>	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>32.4</b>	<b>10.8</b>	<b>30.2</b>	<b>48.1</b>	<b>38.3</b>
당기순이익	9.6	30.5	31.9	28.6	35.2
조정	21.1	8.0	11.0	12.1	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)	0.0	(0.0)	0.0
영업활동 현금흐름	1.7	(27.7)	(12.7)	7.4	(8.6)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(11.9)</b>	<b>(11.1)</b>	<b>(23.5)</b>	<b>(14.2)</b>	<b>(16.7)</b>
투자자산감소(증가)	(0.0)	(3.4)	(0.7)	0.4	(0.5)
유형자산감소(증가)	(11.3)	(11.4)	(20.4)	(12.0)	(14.0)
기타	(0.6)	3.7	(2.4)	(2.6)	(2.2)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(22.5)</b>	<b>(12.4)</b>	<b>(6.8)</b>	<b>(8.4)</b>	<b>(19.5)</b>
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)
<b>현금의 증감</b>	<b>(2.1)</b>	<b>(13.4)</b>	<b>(0.1)</b>	<b>25.6</b>	<b>2.0</b>
Unlevered CFO	32.0	44.9	52.0	47.9	56.5
Free Cash Flow	20.9	(0.9)	9.8	36.1	24.3

## 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

### 디와이파워



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.5.10	BUY	33,000		
18.5.9	Analyst Change	30,000	-30.01%	-
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 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 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	92.7%	6.7%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2018년 6월 14일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(강준구)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 06월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(강준구)는 2018년 06월 13일 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.