

2018/07/26

두산인프라코어(042670)

Tier-4 선수요와 엔진 판매로 성장이 계속 될 수도

Buy (Maintain)

조선/기계 최광식
(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

■ 2Q18: 컨센서스 및 당사 예상을 상회하는 호실적

동사는 2Q18 매출 2조 1,441억원(YoY +21%, QoQ +10%), 영업이익 2,731억원(+27%, +13%)로 시장 컨센서스 영업이익 2,454억원을 상회하는 서프라이즈를 시현했다. 지배주주순이익도 988억원으로 전년동기대비 +64% 성장했다<표1>.

헤비BG는 매출 9,507억원(QoQ -1%), 영업이익 975억원(-19.4%)로 감익이었는데, 중국은 건조했지만, 신형시장이 결품과 1분기말 선적 물림으로 전년동기대비 -3% 역성장했다. 엔진은 발전용 외부판매 호조로 OPM 22.9%의 서프라이즈를 시현했다.

■ 알 수 없는 2019년 중국 시장: 감익 예상치 제시로 기대감 제거

17만대급의 중국 시장과 최고의 실적을 목도하는 지금이기에 여기서 더 성장할 수 있을가가 의문이다. 2019년 중국 시장은 Off-Highway 전망치나 사측의 역성장 가능성을 배제할 수 없다는 가이드선과 같이 "알 수 없다". 성장이 끝나면 투자 추천도 어렵다. 그러나...

■ 그러나 Tier-4 선수요, 중국 경기부양, 엔진 BIG OEM의 돌파구!

그러나, 중국 시장이 놀랍게도 성장할 가능성도 열려 있다. ① 2020년 20% 가장 장비가격이 상승한 Tier-4 장비 강제 도입에 따른 2019년 선수요 때문에 호조를 뿜 수 있다. 또한 ② 리만 사태로 글로벌 경기침체 시기였던 2009년~2011년 중국의 건설장비 시장은 정부의 인프라 투자 및 재정정책으로 오히려 17.5만대라는 초호황기를 달린 바 있다<그림1>. 만약 비슷한 일이 벌어진다면, 그 뒤달은 몇 년 후 걱정하고, 경기부양에 따른 건설장비 시장 랠리가 발생할 수도 있다.

③ G2엔진을 성공적으로 밭켓 장비에 적용 후, Kion과의 장기공급계약 Lovol과의 합작사 설립으로 외부판매를 개시했는데, 제2, 제3의 대형 OEM 계약도 기대해 볼 수 있다. 양산 및 이익 증가는 계약 후 2년~3년 후이지만, 중장기 동사의 성장동력이 준비되어 있다.

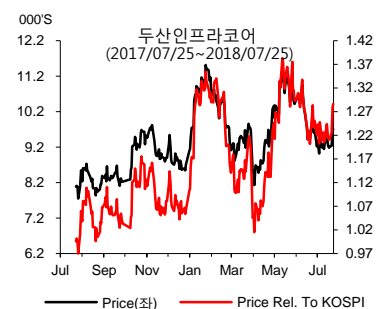
이 세가지가 확인해야겠지만, 어닝 서프라이즈를 시현한 지금 PER 6.2배(BW 행사전) 또는 8.1배(BW 행사 후)에 불과하다.

목표주가(12M)	14,000원
종가(2018/07/25)	9,690원

Stock Indicator

자본금	1,040십억원
발행주식수	20,815만주
시가총액	2,017십억원
외국인지분율	17.2%
배당금(2017)	-
EPS(2018E)	1,545원
BPS(2018E)	9,413원
ROE(2018E)	18.1%
52주 주가	7,730~11,500원
60일평균거래량	3,065,232주
60일평균거래대금	31.4십억원

Price Trend



2Q18 Review: 컨센서스 상회하는 실적 호조

<표 1> 두산인프라코어 2Q 어닝 서프라이즈 시현: 헤비 QoQ 감익이었지만 밥캣과 엔진이 예상을 크게 상회

(십억원)										
항목	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18①	y-y %	q-q %	컨센서스 07월24일	당사②	차이(①/②)
매출액	1,773.4	1,584.5	1,648.4	1,956.9	2,144.1	21%	10%	2,033.7	1,991.4	7.7%
영업이익	214.7	143.9	153.8	241.6	273.1	27%	13%	245.4	222.2	22.9%
영업외	-64.0	-16.0	-76.0	-43.9	-58.7			-52.0	-56.3	4.2%
세전이익	150.7	128.0	77.8	197.7	214.4	42%	8%	193.3	165.9	29.3%
순이익	83.6	77.2	61.5	141.4	142.9	71%	1%	126.2	119.4	19.6%
지배주주 순이익	60.3	51.6	-15.2	104.7	98.8	64%	-6%	107.1	99.3	-0.6%
영업이익률	12.1%	9.1%	9.3%	12.3%	12.7%	0.6%p	0.4%p	12.1%	11.2%	1.6%p
지배주주순이익률	3.4%	3.3%	-0.9%	5.3%	4.6%	1.2%p	-0.7%p	5.3%	5.0%	-0.4%p
헤비										
매출액	560.7	434.0	478.4	960.2	950.7	69.6%	-1.0%		914.3	4.0%
영업이익	52.6	23.2	42.1	121.0	97.5	85.3%	-19.4%	상회: 91.6	91.6	6.4%
영업이익률	9.4%	5.3%	8.8%	12.6%	10.3%	0.9%p	-2.3%p		10.0%	0.2%p
밥캣(컴팩+PP)										
매출액	886	824	887	870	1,039	17.2%	19.3%		910	
영업이익	136	101	90	94	139	2.2%	47.3%	상회: 104.3	104.3	33.1%
영업이익률	15.3%	12.2%	10.2%	10.8%	13.4%	-2.0%p	2.5%p		11.5%	
엔진										
매출액	138	139	122	131	161	16.1%	22.7%		168	-4.2%
영업이익	26.0	20.0	21.6	26.3	36.7	41.3%	39.5%	크게 상회: 26.2	26.2	40.0%
영업이익률	18.8%	14.4%	17.7%	20.1%	22.9%	4.1%p	2.8%p		15.6%	7.2%p

자료: 하이투자증권 리서치

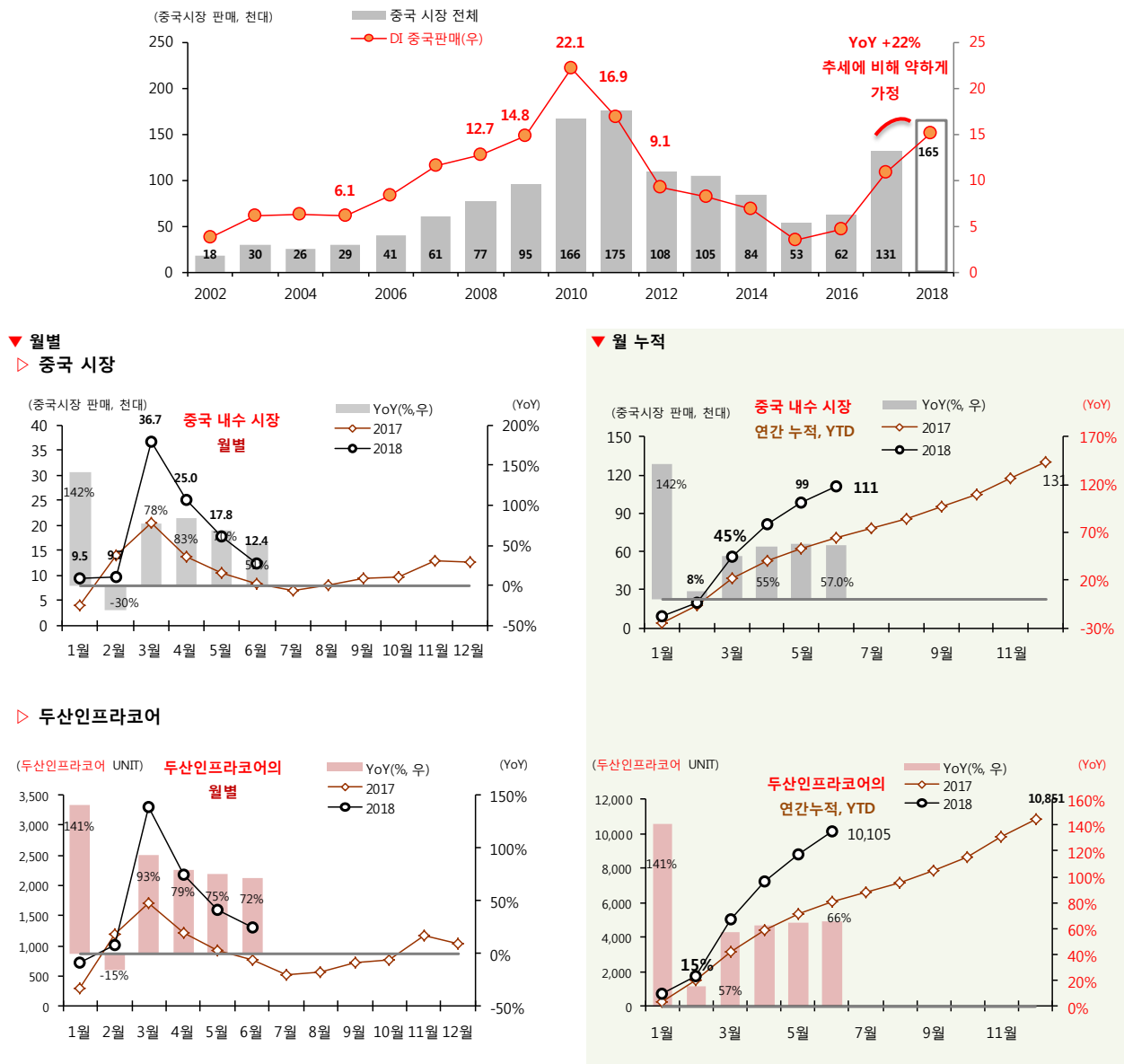
<표 2> 두산인프라코어의 2019 년 일단 중국 소폭 역성장 등의 가정하에 감익 예상치 제시: 컨센서스를 낮추어 두는 셈

(십억원)												
계정	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2017	2018 가이드	2018	2019
매출액	1,562	1,773	1,585	1,648	1,957	2,144	1,724	1,833	6,568	7,341	7,658	7,556
영업이익	148	215	144	154	242	273	151	173	661	713	839	786
금융/기타영업외	-15	-64	-13	-75	-42	-59	-59	-59	-168		-219	-225
세전사업이익	133	151	128	78	198	214	93	114	490		619	561
순이익	74	84	77	62	141	143	67	82	297		433	410
지배주주지분 순이익	52	60	52	-15.2	105	99	53	66	149		322	329
영업이익률	9.5%	12.1%	9.1%	9.3%	12.3%	12.7%	8.8%	9.4%	10.1%	9.7%	11.0%	10.4%
지배주주순이익률	3.3%	3.4%	3.3%	-0.9%	5.3%	4.6%	3.0%	3.6%	2.3%		4.2%	4.4%
헤비												
중국 판매 대수	3,198	2,897	1,786	2,970	5,016	5,089	2,286	2,645	10,851		15,036	14,071
y-y	121%	155%	114%	141%	57%	76%	28%	-11%	133%		39%	-6%
매출액(기존)	531	561	434	478	960	951	661	639	2,004		3,211	3,056
북미/유럽 헤비 판매사업 양수 ↑												
헤비+선진시장	688	759	623	641	960	951	661	639	2,712	2,800	3,211	3,056
y-y									33%	3% 성장	18%	-5%
영업이익	47	53	23	42	121	98	35	30	165		284	221
영업이익률	8.8%	9.4%	5.3%	8.8%	12.6%	10.3%	5.3%	4.8%	8.2%		8.9%	7.2%
엔진												
매출액	103	138	139	122	131	161	138	250	502	500	679	698
영업이익	8	26	20	22	26	37	26	47	76	FLAT?	136	133
영업이익률	8.0%	18.8%	14.4%	17.7%	20.1%	22.9%	18.7%	18.8%	15.1%		20.0%	19.0%

자료: 하이투자증권 리서치

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

<그림 1> 2018 년 중국 시장 및 두산인프라코어 판매량: 2019 년은 어게인 2009~2011?



자료: 하이투자증권 리서치

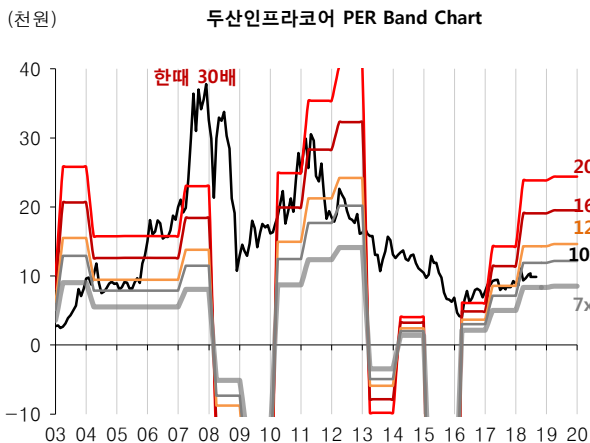
VALUATION

<표 3-1> 두산인프라코어 목표주가 14,000 원 유지

(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	1,545	1,581	1,716
↓		공기BW 매각 이익 ↑			EPS 할인율 23% ↓		
EPS(BW 모두 전환 가정)	202	-3,948	305	714	1,192	1,220	1,324
BPS	13,493	9,744	9,932	7,662	9,413	10,994	12,710
↓							
BPS(BW 모두 전환 가정)					9,117	10,336	11,661
					↑ BW모두 전환 가정		
PBR(고)	1.07	1.39	1.02	1.09	1.40		
PBR	0.94	0.93	0.69	1.18	1.21		
PBR(저)	0.81	0.48	0.33	0.70	1.04		
ROE	1.5%	-40.5%	3.1%	9.3%	16.4%	14.4%	13.5%
					EPS 할인율 23% ↓		
ROE(BW 모두 전환)			3.1%	9.3%	13.1%	11.8%	11.4%
COE(고)	1.4%	2.2%	6.1%	8.6%	9.3%		
COE(평)	1.6%	3.3%	9.0%	7.9%	10.8%		
적용ROE = +0Y				9.3%	13.1%	11.8%	11.4%
적용COE = TRL 참조					9.0%	9.0%	9.0%
Target PBR					1.5	1.3	1.3
사용 BPS: BW 모두 전환 가정				7,662	9,117	10,336	11,661
					13,700	13,400	15,200
					14,000	1.54	
					9,690		
					44.5%		

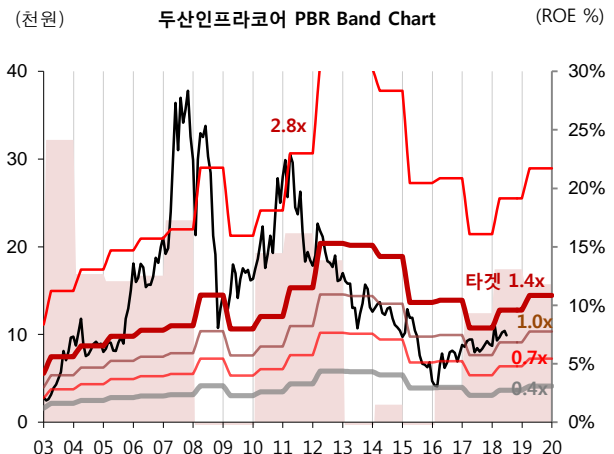
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 2> 두산인프라코어 PER 밴드



자료: 하이투자증권

<그림 3> 두산인프라코어 PBR 밴드



자료: 하이투자증권

<표 3-2> 별도에 건설기계 메이커 공통 타겟 PER 15 배 + 밥캣 지분 가치(30% 할인) + DICC 약재 반영:

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	3,608	3,753
영업이익	-20	94	-264	46	177	420	353
순이익(별도)	-120	47	-719	-56	60	237	181
자본총계(별도)_영구채 제외	2,067	2,057	1,379	1,326	1,383	1,609	1,781
PER					12	15	15
㉠ 별도의 영업가치(십억원)					730	3,560	2,720
주당가치(원) BW 행사						13,200	10,100
두산밥캣 목표 현재시총				3,800	3,380	3,100	3,100
지분율				59.4%	59.4%	59.4%	59.4%
두산밥캣 보유지분가치				2,257	2,008	1,841	1,841
할인율				30%	30%	30%	30%
㉢ 두산밥캣 보유지분 가치를 또 할인(십억원)				1,580	1,410	1,290	1,290
주당가치(원)						4,800	4,800
㉣ 잠재리스크: DICC 3심 패소						-708	-708
주당가치(원)						-2,600	-2,600
주식수(백만주)	207	207	207	207	208		
주식수(백만주) BW 행사						270	270
두산인프라코어 적정 가치(십억원) = ㉠ + ㉢ + ㉣					2,140	4,142	3,302
주당 적정가치					10,300	15,400	16,000
적정주가						15,000	16,000
종가(07.25)						9,660	9,690
상승여력						55%	65%

자료: 하이투자증권 리서치

재무상태표

(단위:십억원)

	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,767	3,697	3,746	4,093
현금 및 현금성자산	943	446	471	773
단기금융자산	197	199	201	203
매출채권	1,213	1,462	1,498	1,520
재고자산	1,255	1,418	1,399	1,416
비유동자산	6,509	7,422	7,450	7,479
유형자산	1,787	2,738	2,797	2,848
무형자산	4,169	4,065	3,969	3,879
자산총계	10,276	11,120	11,196	11,572
유동부채	3,696	3,866	3,724	4,014
매입채무	858	931	1,167	1,379
단기차입금	1,409	1,198	1,018	865
유동성장기부채	571	786	571	771
비유동부채	3,407	3,603	3,413	3,058
사채	1,155	940	940	740
장기차입금	1,514	1,814	1,632	1,469
부채총계	7,103	7,470	7,137	7,072
지배주주지분	1,594	1,959	2,288	2,646
자본금	1,040	1,041	1,041	1,041
자본잉여금	212	213	213	213
이익잉여금	785	1,106	1,435	1,793
기타자본항목	-443	-401	-401	-401
비지배주주지분	1,579	1,691	1,771	1,855
자본총계	3,173	3,650	4,060	4,500

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)

	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	6,568	7,658	7,556	7,651
증가율(%)	14.6	16.6	-1.3	1.3
매출원가	5,025	5,889	5,810	5,864
매출총이익	1,543	1,769	1,746	1,787
판매비와관리비	882	930	960	988
연구개발비	143	167	165	167
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	661	839	786	799
증가율(%)	34.6	27.0	-6.3	1.6
영업이익률(%)	10.1	11.0	10.4	10.4
이자수익	11	10	7	8
이자비용	199	208	198	179
지분법이익(손실)	-3	-2	-	-
기타영업외손익	-9	-42	-40	-40
세전계속사업이익	490	619	561	595
법인세비용	193	186	152	155
세전계속이익률(%)	7.5	8.1	7.4	7.8
당기순이익	297	433	410	441
순이익률(%)	4.5	5.7	5.4	5.8
지배주주귀속 순이익	149	322	329	357
기타포괄이익	-139	-167	-167	-167
총포괄이익	157	266	242	273
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(단위:십억원)

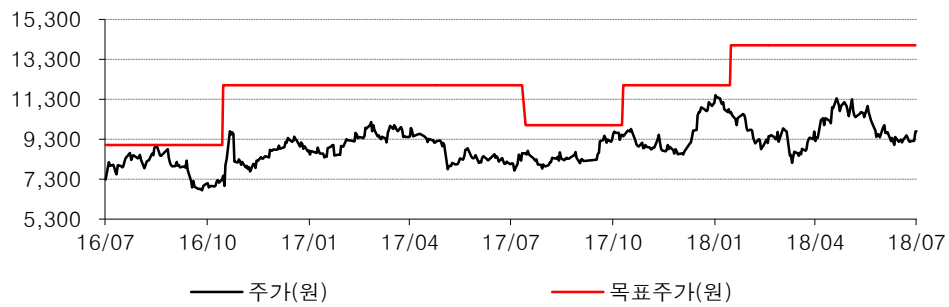
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	666	727	1,094	1,113
당기순이익	297	433	410	441
유형자산감가상각비	141	136	141	149
무형자산상각비	113	104	96	89
지분법관련손실(이익)	-3	-2	-	-
투자활동 현금흐름	-256	-1,189	-302	-302
유형자산의 처분(취득)	-93	-1,087	-200	-200
무형자산의 처분(취득)	-76	-	-	-
금융상품의 증감	-14	-67	-66	-66
재무활동 현금흐름	32	-346	-1,013	-753
단기금융부채의증감	-	4	-395	47
장기금융부채의증감	516	85	-181	-363
자본의증감	-	2	-	-
배당금지급	-2	-2	-2	-2
현금및현금성자산의증감	405	-498	26	302
기초현금및현금성자산	539	943	446	471
기말현금및현금성자산	943	446	471	773

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	716	1,545	1,581	1,716
BPS	7,662	9,413	10,994	12,710
CFPS	1,944	2,698	2,720	2,859
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	12.1	6.3	6.1	5.6
PBR	1.1	1.0	0.9	0.8
PCR	4.5	3.6	3.6	3.4
EV/EBITDA	5.8	5.7	5.4	4.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	8.1	18.1	15.5	14.5
EBITDA 이익률	13.9	14.1	13.5	13.6
부채비율	223.8	204.6	175.8	157.1
순부채비율	110.6	112.1	86.0	63.8
매출채권회전율(x)	5.8	5.7	5.1	5.1
재고자산회전율(x)	5.4	5.7	5.4	5.4

자료 : 두산인프라코어, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(두산인프라코어)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-11-08	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 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-